

UNIVERSITÉ DE PARIS - FACULTÉ DE DROIT

**THÈSE**  
**POUR LE DOCTORAT EN DROIT**

présentée et soutenue le 24 novembre 1930 à 14 heures  
par

**PAUL ALPEROVITCH**

Diplômé des Hautes Etudes Commerciales

**LA CRISE BOURSIERE AMERICAINE**  
**de 1929**

*Président :*

M. le Professeur AFTALION

*Suffragants :*

MM. RIST et R. PICARD

EDITIONS IMPRIMERIE « PASCAL »

13, rue Pascal

PARIS

1930



Digitized by the Internet Archive  
in 2026





# **La Crise Boursière Américaine en 1929**



UNIVERSITÉ DE PARIS - FACULTÉ DE DROIT

**THÈSE**  
**POUR LE DOCTORAT EN DROIT**

présentée et soutenue le 24 novembre 1930 à 14 heures  
par

**PAUL ALPEROVITCH**

Diplômé des Hautes Etudes Commerciales

**LA CRISE BOURSIÈRE AMÉRICAINE**  
**en 1929**

*Président :*

M. le Professeur AFTALION

*Suffragants :*

MM. RIST et R. PICARD

EDITIONS IMPRIMERIE « PASCAL »

13, rue Pascal

PARIS

1930



*La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres.*

*A Monsieur Emile ROYOT, professeur et ami, qui m'a guidé dans mes débuts dans la vie pratique, avec l'hommage de ma reconnaissance.*



## INTRODUCTION

Depuis la fin de la guerre jusqu'à ces temps derniers, le développement continu de la prospérité américaine a fait l'objet de l'admiration et de l'envie de la part des pays appauvris de l'Europe.

En comparaison avec les difficultés économiques dans lesquelles se débattaient les pays de l'ancien monde, la situation des Etats-Unis depuis 1921 formait un contraste frappant.

Une production et une consommation en progression régulière, un épanouissement de plus en plus large de la richesse nationale, une participation croissante des classes laborieuses à cette prospérité. Tels étaient les traits essentiels du tableau qu'on pouvait dresser de la situation économique des Etats-Unis pendant les dix dernières années.

L'intérêt que cette prospérité présente en elle-même, est encore accru du fait de la signification particulière que lui attribuait l'opinion aux Etats-Unis. On la considérait non pas comme la phase de prospérité d'un cycle économique ordinaire, mais comme le résultat acquis et durable d'une politique économique nouvelle, qui devait en assurer la continuation indéfinie.

La crise boursière, qui a éclaté sur le marché de New-York en Octobre 1929, et qui a été suivie d'une dépression économique très sérieuse, semble avoir infligé un démenti complet à cette théorie de la prospérité continue.

Toutefois, la matière semble être très délicate et mérite un examen approfondi.

L'étude de la crise boursière et économique américaine, que nous nous sommes proposés d'entreprendre, semble offrir une occasion de pénétrer dans le vif de ce problème de la prospérité des Etats-Unis et paraît, de ce fait, présenter un intérêt tout particulier.

## CHAPITRE PREMIER

### LA PROSPERITÉ AMERICAINE

Les Etats-Unis ont passé, depuis la fin de la guerre, par deux périodes de prospérité nettement distinctes. La première s'est prolongée de 1918 à 1920; la deuxième, qui a commencé à la suite de la reprise des affaires en 1922, a été terminée par la crise boursière de New-York d'Octobre 1929.

En 1919, l'économie américaine a traversé une période de prospérité cyclique nettement déterminée, provoquée par l'accroissement de la consommation nationale et par l'augmentation énorme des demandes de l'étranger. A ce moment là, les pays belligérants d'Europe, ruinés et affamés par la guerre, ont fait appel aux ressources des Etats-Unis pour nourrir leurs populations, reconstituer leurs stocks de matières premières et rééquiper leurs usines dévastées. Les exportations des Etats-Unis se sont développées dans une proportion énorme, en passant de 3.400.000.000 dollars en 1918 à 5.200.000.000 dollars en 1919, et à plus de 8.200.000.000 dollars en 1920.

Au cours de cette période, la production a augmenté considérablement ; l'ascension des prix, des salaires et des cours des valeurs mobilières s'est poursuivie d'une façon ininterrompue ; enfin, le montant des crédits bancaires s'est élevé au point de mettre en danger la couverture légale des Banques Fédérales.

Ce développement a trouvé un terme rapide par la po-

litique de restriction de crédit appliquée par les Banques Fédérales dès la fin de 1919, et dont la répercussion sur les prix des marchandises s'est produite quelques mois plus tard. L'indice des prix de gros, qui s'est élevé de Mars 1919 à Mai 1920 de 193 à 272, a reculé depuis à 179 en Décembre 1920.

La crise qui est née de cette baisse brutale des prix a gravement affecté l'économie américaine, dont les stocks, accumulés en vue d'une hausse nouvelle, se sont trouvés dépréciés.

La restriction considérable de la demande, aussi bien étrangère, (les exportations américaines ont diminué en 1921 de 3,5 milliards de dollars), que domestique, a participé à accentuer la crise, dont la gravité peut être mesurée par le fait que le nombre moyen des chômeurs a été au cours de 1921 de plus de 4 millions, et que les bénéfices taxables des sociétés par actions ont fléchi de 8.415 millions de dollars en 1919 à 458 millions de dollars en 1921.

La crise de 1920-21 a exercé une influence profonde sur la vie économique américaine ; en effet, des événements de ces années de crise la plupart des hommes d'affaires américains ont tiré une leçon fort instructive.

L'enseignement principal de la crise a été de vulgariser la notion de cycle économique, qui était auparavant totalement ignorée dans le monde des affaires. Cette notion a certainement contribué à inspirer aux industriels de la prudence et de la modération ; la crainte d'une crise toujours possible a fait comprendre les dangers d'une politique de stocks massifs et d'une hausse de prix exagérée.

La politique nouvelle, adoptée peu à peu par la grande majorité des entreprises américaines, tend à limiter, dans la mesure du possible, les fluctuations cycliques, et à éviter ainsi le danger d'une répétition de crise sérieuse. Les producteurs ne demandent plus le développement de leurs bénéfices à une élévation des prix de vente, mais à une réduction des prix de revient, corrélative à une augmentation de la production.

Cette politique nouvelle consiste essentiellement dans l'application généralisée de quelques principes, dont plusieurs d'origine fort ancienne et d'autres, par contre, tout récents ; elle peut être caractérisée comme une réorganisation sur des bases rationnelles, aussi bien de la production que de la consommation.

La réorganisation de la production a été la première à s'imposer ; en effet, au cours des années de guerre et de prospérité cyclique, l'organisation de la production est devenue souvent défectueuse et la productivité du travail a sensiblement fléchi.

La réorganisation de la production industrielle, qui a été facilitée par l'initiative intelligente de M. Hoover, à cette époque Ministre du Commerce, s'est exercée surtout par l'introduction de méthodes plus perfectionnées d'organisation scientifique du travail, par l'adoption de simplifications importantes, telles que la normalisation — réduction du nombre des variétés produites — et la standardisation — uniformisation des types de produits. — Il faut également mentionner l'importance croissante de la production en grande série, facilitée par les mesures de normalisation et de standardisation, ainsi que par les progrès de la concentration industrielle. Le développement de la production en grande série, qui permet, grâce à une plus complète division du travail et à une mécanisation de plus en plus poussée, d'augmenter la productivité du travail et de réduire en conséquence le prix de revient unitaire, a été un des traits caractéristiques de cette réorganisation industrielle.

Les efforts des ingénieurs américains se sont également appliqués à supprimer le gaspillage de matières, qu'on retrouve dans la plupart des productions (*waste in industry*) ; en particulier l'utilisation rationnelle des sous-produits et des déchets a permis de réaliser des économies très appréciables.

Les résultats de cette politique industrielle, méthodiquement poursuivie, n'ont pas tardé à se faire sentir. Au cours de la période envisagée, la production industrielle a aug-

menté d'une façon continue, et la productivité du travail, qui s'est améliorée nettement dès le début, a continué à progresser ensuite, à une allure, il est vrai, ralentie. L'augmentation totale du rendement du travail de 1919 à 1927 a été supérieure à 40 %.

#### PRODUCTIVITE DU TRAVAIL DANS L'INDUSTRIE (1)

| Année | Nombre de<br>salariés | Production<br>totale | Rendement<br>par ouvrier |
|-------|-----------------------|----------------------|--------------------------|
| 1913  | 100                   | 100                  | 100                      |
| 1919  | 128,6                 | 115,5                | 90                       |
| 1920  | 129                   | 119,7                | 92,8                     |
| 1921  | 99,5                  | 91,7                 | 92,3                     |
| 1922  | 108,7                 | 120,1                | 110,5                    |
| 1923  | 123,7                 | 140,9                | 113,9                    |
| 1924  | 115,7                 | 132,3                | 114,4                    |
| 1925  | 118,8                 | 148,4                | 125                      |
| 1926  | 120,2                 | 153,6                | 127,9                    |
| 1927  | 117,2                 | 150,5                | 128,5                    |

Cette amélioration de la productivité du travail a, d'ailleurs, été très inégale, suivant les industries. Les progrès les plus marqués ont été enregistrés dans les industries nouvelles, comme l'industrie automobile et l'industrie du raffinage de pétrole ; dans l'industrie textile, les progrès ont été beaucoup plus lents, et même dans quelques industries déclinantes, on doit noter une diminution du rendement.

---

(1) *Recent Economic Changes*, p. 454.

# DEVELOPPEMENT DE L'INDUSTRIE 1919-1925 (1)

|                             | Augment. de la<br>production en<br>1925 par rapport<br>à 1919. en % | Augment de la<br>productivité du<br>travail en % | Augment. du<br>nombre des<br>ouvriers en % |
|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| Total des industries.....   | 29                                                                  | 39                                               | — 7                                        |
| Sidérurgie .....            | 32                                                                  | 36                                               | — 3                                        |
| Coke .....                  | 16                                                                  | 47                                               | — 21                                       |
| Raffinage de pétrole.....   | 108                                                                 | 87                                               | 11                                         |
| Coton .....                 | 18                                                                  | 22                                               | — 3                                        |
| Laine .....                 | 14                                                                  | 15                                               | — 1                                        |
| Soie .....                  | 37                                                                  | 30                                               | 5                                          |
| Automobiles .....           | 204                                                                 | 145                                              | 24                                         |
| Caoutchouc .....            | 59                                                                  | 73                                               | — 8                                        |
| Wagons de Chemins de fer. — | 27                                                                  | — 24                                             | — 4                                        |
| Locomotives .....           | — 62                                                                | — 21                                             | — 52                                       |

Le développement considérable de la production a obligé l'industrie à rechercher un accroissement corrélatif des débouchés. Les industriels ont cherché à obtenir l'augmentation du nombre et du pouvoir d'achat des consommateurs en réduisant leurs prix de vente et en élevant les salaires des ouvriers.

L'application de ces moyens a été justifiée par le raisonnement suivant :

L'augmentation de la productivité réduit le prix de revient unitaire et permet donc, simultanément, d'abaisser le prix de vente du produit et d'augmenter les salaires des ouvriers occupés à la production. Ces mesures créent un pouvoir d'achat nouveau, aussi bien chez l'ouvrier dont le gain est augmenté, que chez le consommateur dont la dépense est réduite. Ce surplus de pouvoir d'achat peut être employé, soit à l'achat d'unités supplémentaires du même

---

(1) *Recent Economic Changes*, p. 457.

objet, soit à l'acquisition d'articles nouveaux. Dans le premier cas, l'augmentation de la demande permet d'accroître la production et d'employer, malgré l'amélioration du rendement, un nombre d'ouvriers égal ou même supérieur à celui occupé avant la baisse des prix. Cette augmentation de la production permet, en outre, de perfectionner encore l'organisation du travail, ce qui devra avoir pour conséquence une nouvelle réduction du prix de revient, etc...

Dans le second cas, l'augmentation du pouvoir d'achat provoque la création ou l'expansion d'industries nouvelles et procure ainsi des emplois nouveaux aux ouvriers qui ont pu être débauchés à la suite de la rationalisation.

D'après cette théorie, l'augmentation de la production, loin d'être gênée par l'élévation des salaires, l'implique au contraire nécessairement. Au surplus, un niveau de salaires élevé ne constitue pas a priori du travail cher ; le coût du travail s'apprécie par rapport à l'unité de produit, et, grâce au rendement plus élevé (efficiency) de l'ouvrier bien payé, le coût de son travail peut être inférieur à celui d'un travailleur dont le salaire est sensiblement moindre.

La théorie de la productivité des hauts salaires a exercé sur l'évolution économique des Etats-Unis une influence profonde.

L'élévation des salaires, utile aussi bien pour l'élargissement des débouchés que pour l'augmentation du rendement, a été effectivement appliquée sur une échelle de plus en plus vaste au cours de ces dernières années.

Il faut, d'ailleurs, dire que la hausse des salaires a été facilitée par la diminution de la concurrence sur le marché du travail à la suite de la restriction de l'immigration.

Il faut observer que, si, jusqu'à 1920, l'élévation des salaires a été largement compensée par la hausse des prix, l'augmentation du salaire nominal survenue depuis 1921 a été suivie d'un accroissement correspondant du salaire réel. En effet, à partir de cette époque, les prix n'ont pas beaucoup varié malgré l'élévation des salaires ; l'indice des prix

de gros a même plutôt accusé une légère tendance à la baisse; la diminution des prix de revient a donc surtout profité aux ouvriers et aux consommateurs.

## SALAIRES DANS L'INDUSTRIE DU BATIMENT (1)

### *Salaire moyen horaire (tarif syndical)*

|      |     |      |      |     |      |
|------|-----|------|------|-----|------|
| 1914 | \$. | 0,53 | 1921 | \$. | 1,03 |
| 1915 |     | 0,53 | 1922 |     | 0,96 |
| 1916 |     | 0,55 | 1923 |     | 1,07 |
| 1917 |     | 0,58 | 1924 |     | 1,15 |
| 1918 |     | 0,65 | 1925 |     | 1,20 |
| 1919 |     | 0,75 | 1926 |     | 1,28 |
| 1920 |     | 1,02 | 1927 |     | 1,32 |

Accroissement de 1914 à 1927 : 149 %.

## SALAIRES DE MANOEUVRES (2)

|      |     |      |      |     |      |
|------|-----|------|------|-----|------|
| 1914 | \$. | 0,20 | 1921 | \$. | 0,47 |
| 1915 |     | 0,20 | 1922 |     | 0,37 |
| 1916 |     | 0,23 | 1923 |     | 0,46 |
| 1917 |     | 0,27 | 1924 |     | 0,48 |
| 1918 |     | 0,35 | 1925 |     | 0,47 |
| 1919 |     | 0,43 | 1926 |     | 0,49 |
| 1920 |     | 0,51 | 1927 |     | 0,49 |

Accroissement de 1914 à 1927 : 145 %.

L'augmentation considérable du pouvoir d'achat, résultat de l'élévation générale des salaires et de l'accroissement des bénéfices industriels, a produit une amélioration très nette du standard of life de la population américaine. Cette

(1) Statistique de l'U. S. Bureau of Labour Statistics.

(2) Statistique de la Federal Reserve Bank of New-York.

amélioration du niveau de vie trouve son expression dans l'augmentation de la consommation, dans la diminution de la durée du travail (journée de 8 heures et semaine de 5 jours), ainsi que dans l'accroissement considérable du nombre des étudiants et des élèves des écoles secondaires. Ce dernier facteur explique, d'ailleurs, au moins en partie, la diminution du nombre des travailleurs.

Mais le trait caractéristique de cette prospérité est avant tout l'augmentation énorme de la consommation de certains produits, qui autrefois objets de luxe, accessibles seulement à une élite peu nombreuse, sont devenus des produits de consommation courante pour la population américaine tout entière.

Au premier rang de ces produits, il faut, évidemment citer les automobiles, dont le rôle aux Etats-Unis est, d'ailleurs, bien connu. D'autres produits, comme les appareils de T. S. F., les phonographes, les appareils frigorifiques, les aspirateurs, etc. ont eu un essor non moins marqué.

Le développement de la consommation de ces produits a été sensiblement facilité par l'extension prodigieuse prise aux Etats-Unis par le système des ventes à tempérament.

L'introduction de cette méthode de vente a considérablement élargi les débouchés de la production industrielle. En effet, le principal avantage de cette méthode consiste à mettre le produit à la portée d'une couche nombreuse d'acheteurs nouveaux, dont les moyens modiques ne permettent pas l'achat du produit au comptant, mais qui peuvent se libérer de son prix par des prélèvements périodiques sur leur revenu.

Le montant total des ventes à tempérament est extrêmement élevé ; en 1927 on a estimé, que pour une somme totale des ventes au détail d'environ 30 milliards de dollars, le montant des ventes à tempérament s'élevait à 4,8 milliards, soit environ 15 à 16 % du total. Cette proportion est d'ailleurs sensiblement plus forte pour les produits dont l'introduction a été favorisée par ce système de vente.

## PROPORTION DES VENTES A TEMPERAMENT (1)

*En % du total des ventes :*

|                              |     |
|------------------------------|-----|
| Automobiles neuves.....      | 58. |
| — d'occasion.....            | 27. |
| Meubles .....                | 70. |
| Appareils de T. S. F.....    | 75. |
| Machines à laver.....        | 90. |
| Aspirateurs. ....            | 85. |
| Machines à coudre.....       | 90. |
| Appareils frigorifiques..... | 90. |

L'expansion énorme prise au cours des 10 dernières années par la consommation des produits de luxe a profondément modifié les conditions de vie des masses américaines. On tend, du reste, à attribuer à cette expansion de la consommation un rôle beaucoup plus actif et plus important encore, en la considérant non seulement comme une conséquence nécessaire de la prospérité existante, mais comme un des facteurs essentiels du développement continu de cette prospérité.

En effet, dit-on, la productivité du travail est généralement d'autant plus grande que les conditions de vie des masses sont meilleures. L'augmentation du nombre et de la variété des « consommations facultatives » (optional purchases), mises à la disposition de la population américaine, est donc susceptible de stimuler à son tour la productivité du travail et de provoquer ainsi un nouvel accroissement de la production. Il se produit donc entre la consommation et la production des réactions réciproques, l'accroissement de l'une provoquant l'augmentation de l'autre.

La signification du développement des consommations facultatives pour le progrès continu de l'économie améri-

---

(1) Seligmann Economics of Instalment Selling, estimation pour 1927.

caine est bien reconnue par l'opinion publique ; on peut citer à cet égard le conseil caractéristique donné par un grand industriel à la jeunesse américaine, « Americans, become rich by spending » — Américains, enrichissez vous en dépensant, c'est à dire en consommant.

Les résultats semblaient, d'ailleurs, justifier entièrement l'application de ces méthodes nouvelles. La prospérité économique des Etats-Unis s'affirmait de plus en plus, la production et la consommation se développaient rapidement et le revenu national accusait un accroissement régulier ; il a été estimé à 90 milliards en 1928, contre seulement 36 milliards en 1913 et 66 milliards en 1919, année où le niveau des prix était pourtant sensiblement plus élevé.

Cette prospérité pouvait-elle durer ? L'opinion générale croyait pouvoir répondre à cette question par l'affirmative et invoquait des arguments qui ne manquaient pas de valeur.

La période de prospérité traversée par les Etats-Unis depuis la fin de la crise de 1921 présentait des différences marquées avec les périodes antérieures de prospérité cyclique ; il n'y avait notamment pas d'accumulation de stocks excessifs. Au contraire, grâce à la politique prudente des achats au jour le jour (*hand to mouth buying*), les stocks étaient extrêmement réduits. D'autre part, le niveau des prix demeurerait assez stable ; la baisse des prix de revient et la concurrence aigüe existant pour la plupart de produits ne favorisaient guère une politique de hausse des prix (1). Les industriels américains, assagis par l'expérience de la crise de 1920, pratiquaient une politique prudente, afin de limiter dans la mesure du possible les écarts des variations cycliques.

La base de la prospérité se trouvait cette fois-ci, non pas dans des variations de la demande et des prix, facteurs nécessairement temporaires, mais dans un fait durable, l'augmentation de la productivité du travail par une meilleure

---

(1) Les seules élévations des prix importantes qui se sont produites au cours de cette période ont été réalisées grâce à la suppression de la concurrence par le groupement des producteurs en cartels comme pour le cuivre.

organisation. Les progrès nouveaux qu'on pouvait espérer d'accomplir dans cette voie devaient donc provoquer un épanouissement de plus en plus large de la richesse américaine; le maintien de la prospérité au niveau atteint paraissait ainsi certain, et son développement, qui se poursuivait d'une façon régulière, ne semblait comporter d'autres bornes que celles résultant de la limitation naturelle de l'ingéniosité et de l'esprit d'invention de l'homme.

Telles ont été, d'ailleurs, les affirmations répétées d'économistes éminents, comme, par exemple, Irving Fisher (1). Pour lui, la progression continue de la richesse américaine, résultat d'une organisation des moyens de production toujours plus perfectionnée, ne semblait faire aucun doute. Cette opinion se retrouvait également dans le rapport publié en 1929 par le Comité d'Etudes sur les changements économiques (Committee on recent economic changes) institué sous la présidence de M. Hoover, qui aboutissait aux mêmes conclusions optimistes.

Le développement continu de la prospérité américaine n'a pas manqué d'exercer une influence profonde sur la mentalité du public. Observant de jour en jour les progrès incessants de l'activité économique, jouissant d'un niveau de vie de plus en plus élevé et infiniment supérieur à celui des autres nations, la majorité des Américains, dont le caractère est généralement enclin à l'optimisme, ont été facilement amenés à considérer comme une vérité acquise l'espoir que la prospérité des Etats-Unis continuerait à se développer toujours au même rythme que par le passé.

Cette croyance, confirmée par les avis que nous venons de citer, s'est répandue de plus en plus, et a contribué à créer cette atmosphère d'optimisme à outrance, si commune aux Etats-Unis, qui seule permet d'expliquer l'essor prodigieux de ce pays au cours de ces dernières années.

La conception optimiste des réalités économiques et de leur évolution future, semble avoir fourni la base sur laquelle

---

(1) Cité dans le *Commercial and Financial Chronicle* du 26 octobre 1929.

a pu se développer le mouvement de spéculation boursière de 1927-29 et peut ainsi être considérée comme une cause indirecte de la crise d'Octobre 1929.

\*\*\*

Les opinions optimistes sur la situation économique des Etats-Unis, dont on vient d'indiquer les arguments fondamentaux, sont-elles exactes et conformes aux faits? Il nous semble possible de faire à ce sujet quelques réserves.

Nos observations porteront soit sur l'influence réelle exercée par les divers facteurs de prospérité, soit sur le caractère permanent ou exceptionnel qu'ils peuvent présenter.

En premier lieu il s'agit d'examiner, si la période de prospérité commencée en 1922 ne constituait pas simplement une phase cyclique normale, qui aurait suivi la crise et la dépression de 1920-21. En général, on a rejeté cette opinion en Amérique en se basant sur les différences que semblait présenter l'évolution économique au cours de ces années avec les périodes antérieures de prospérité cyclique. Toutefois, l'examen des faits permet de constater à plusieurs reprises l'influence réelle des facteurs cycliques.

Ainsi, en 1922 et au début de 1923, on assiste aux Etats-Unis à une véritable reprise cyclique; la production ayant été réduite au-dessous de la consommation, les prix des marchandises remontent vivement (l'indice des prix de gros de l'U. S. Bureau of Labour se relève de 90 en Janvier 1922 à 104 en Mars 1923), et la production prend également un essor très sensible.

Après cette période de hausse, l'influence cyclique devient moins apparente; au cours des années suivantes, malgré un accroissement considérable de la production industrielle et un développement remarquable de la prospérité économique, le niveau des prix n'accuse que des fluctuations de faible importance avec une légère tendance à la baisse. L'indice des prix de gros a baissé en moyenne de 0,1 % par an au cours des années 1922-27.

L'influence cyclique à la hausse semble donc avoir été compensée, au cours de ces années, par le mouvement de longue durée à la baisse, qui s'est fait sentir en Amérique depuis 1920, et qui résulte de la compression continue des prix de revient, obtenue grâce à la rationalisation de l'industrie américaine.

Mais, à défaut de fortes variations de prix, on assiste au cours de cette période à des fluctuations importantes de l'activité industrielle ; ainsi, en 1924 et en 1927 l'industrie américaine traverse des périodes de ralentissement marqué : la production diminue d'environ 30 % en 1924 et de plus de 20 % en 1927 (1), tandis que les fluctuations correspondantes des prix n'ont pas dépassé 5 à 6 %.

Cette prédominance des variations de la production sur les fluctuations des prix s'explique surtout par la politique des entreprises américaines, qui s'efforçaient à adapter leur production aussi exactement que possible à la consommation. Dès qu'en raison de l'augmentation de la capacité des installations, la quantité des produits fabriqués menaçait de dépasser les besoins, on ralentissait la production, ce qui permettait le maintien de l'équilibre entre l'offre et la demande et soutenait le niveau des prix.

Cette politique de stabilisation des prix et de variations de la production, qui ne peut être appliquée que par des entreprises très importantes, a été évidemment facilitée par les progrès de la concentration dans l'industrie américaine. Elle semble, du reste, présenter, à côté d'avantages incontestables, des inconvénients sérieux, notamment celui de rejeter sur la classe ouvrière la plupart des conséquences du ralentissement industriel.

L'expérience des périodes de ralentissement de 1924 et de 1927, marquées par l'absence d'une baisse de prix importante et d'une crise véritable, ont incité de nombreux Amé-

---

(1) L'indice de l'activité des affaires de la Guaranty Trust Company of New-York fléchit de 115,1 en juin 1923 à 79,2 en juillet 1924 et de 114,6 en décembre 1925 à 88,7 en novembre 1927.

ricains à proclamer le succès des efforts entrepris par l'industrie et soutenus, d'ailleurs, par la politique des Banques Fédérales, en vue d'éliminer la crise du cycle économique et d'obtenir ainsi, ce qui a été appelé, le « cycle sans crise ».

Toutefois, ces conclusions semblent avoir été prématurées ; en effet, à la suite du ralentissement de 1927, on assiste aux Etats-Unis, en 1928 et au début de 1929, à un développement très rapide de l'activité économique, qui sera suivi, à brève échéance, par une dépression très forte.

On a essayé d'expliquer la différence entre le caractère benin du ralentissement industriel de 1924 et de 1927 et la gravité de la dépression de 1929-30, en soutenant qu'il s'agissait dans les deux premiers cas de cycles mineurs, tandis que la crise de 1929 a été le terme du cycle normal de 8 ans qui avait commencé en 1921. La politique américaine n'aurait donc réussi à empêcher la crise que dans le cas de variations cycliques de faible durée et d'intensité limitée, soit donc dans le cas de cycles mineurs.

Il nous semble plus simple de dire que la politique de prudence, pratiquée par les entreprises américaines depuis la crise de 1921 s'est peu à peu relâchée, en même temps que s'affaiblissait l'influence des facteurs, tels que la rationalisation, qui ont jusque-là compensé l'effet du développement cyclique, en favorisant l'accroissement simultané de la production et de la consommation.

Enfin, la hausse boursière, qui s'est accentuée depuis 1927, a produit sur l'activité économique l'effet stimulant résultant pendant les périodes antérieures de prospérité cyclique de la hausse des prix des marchandises. Provoquée, en partie tout au moins, par un mouvement de confiance et d'optimisme analogue à celui qui, pendant les cycles antérieurs, amenait les industriels à surestimer la demande future et à accroître leurs moyens de production dans une mesure excessive, la hausse boursière a considérablement accentué l'essor de l'économie américaine ; son effondrement en Octobre 1929 a déclenché la crise économique qui sévit encore à l'heure actuelle aux Etats-Unis.

Ainsi, on voit que pendant la période traversée par les Etats-Unis depuis 1920, les variations cycliques n'ont pas fait défaut. L'influence cyclique, très marquée au début de la prospérité en 1922, a été à peu près compensée depuis par le jeu de facteurs contraires, mais est apparue de nouveau dans la hausse boursière qui a précipité la fin de la prospérité.

Toutefois, malgré le rôle important des facteurs cycliques, les années 1922 à 1929 ne constituent pas une période typique de prospérité cyclique ; bien au contraire, elles ont été caractérisées par l'application d'une politique nouvelle, qui, si elle n'a pas éliminé entièrement les variations cycliques, a néanmoins exercé sur l'évolution économique une influence importante.

C'est cette politique, exposée précédemment, qu'il nous faut maintenant critiquer dans ses principales manifestations.

Tout d'abord, lorsqu'on examine les réformes accomplies dans l'organisation de la production depuis 1920, on est frappé par l'importance des progrès réalisés ; en particulier l'augmentation de la productivité du travail d'environ 40 % paraît fort considérable. Toutefois, la rapidité de cet essor s'explique en partie par la baisse sensible du rendement au cours des années précédentes ; on est conduit à penser que les progrès de cette sorte ne pourront se poursuivre qu'à une allure sensiblement ralentie. En effet, la réorganisation de l'industrie américaine semble en grande partie terminée ; les méthodes nouvelles de production rationnelle se sont généralisées ; les modifications qu'on pourra encore apporter à l'organisation industrielle ne pourront, sauf le cas d'inventions nouvelles, avoir que des effets plus limités.

D'ailleurs, les efforts tentés pour porter toujours plus loin l'organisation rationnelle du travail commencent à se heurter à la loi des rendements décroissants, qui oppose à un progrès continu des barrières difficilement franchissables ; en effet, le coût des améliorations réalisées se rapproche de plus en plus du bénéfice supplémentaire qu'elles permettent d'obtenir.

Les méthodes de standardisation et de normalisation poussées à l'extrême présentent, d'ailleurs, un danger grave au cas où, pour une raison de changement de mode ou de nouveaux progrès accomplis, une modification finit par s'imposer. L'abandon de l'ancien standard entraîne alors des frais extrêmement élevés de réorganisation, et des pertes, souvent considérables, par la désaffectation du matériel ancien.

L'exemple le plus frappant en cette matière est celui de Ford, qui, lors du changement de son modèle en 1927, a dû arrêter la marche de ses usines pendant 7 mois; le coût de cette réadaptation s'est élevé à près de 130 millions de dollars et il est probable que l'arrêt prolongé des usines Ford a été l'origine du ralentissement de l'activité industrielle en 1927.

Les bienfaits de la rationalisation semblent donc avoir des limites certaines; il en est de même de la concentration.

La concentration croissante de l'industrie américaine, qui a été un des traits caractéristiques de l'évolution économique des Etats-Unis au cours de ces dernières années, a été généralement considérée comme une garantie de progrès continu. Et pourtant, la concentration en elle-même n'est pas un facteur de progrès industriel; elle constitue seulement, parfois, la condition nécessaire pour sa réalisation, lorsque la rationalisation ne peut être appliquée que pour des entreprises d'une certaine grandeur. Mais, à chaque phase d'évolution technique, il existe une grandeur optima de l'entreprise qu'il n'est pas rationnel de dépasser. Des statistiques établies par le National Bureau of Economic Research, pour certaines branches d'industrie, font apparaître que fort souvent les entreprises de grandeur moyenne réalisent un bénéfice supérieur à celui des entreprises plus considérables, et obtiennent des prix de revient moins élevés. La concentration ne peut pas à elle seule suppléer au progrès technique, il n'est même pas utile qu'elle le précède.

Dans ces conditions, la théorie de la concentration pro-

gressive, entraînant une diminution continue des prix de revient, ne paraît pas exacte.

D'ailleurs, la concentration excessive présente l'inconvénient sérieux de faire augmenter dans une proportion considérable les frais de distribution des produits, de sorte que les économies réalisées dans la production sont souvent entièrement absorbées. Les frais de distribution constituent une des charges qui grèvent le plus l'industrie américaine, et leur importance tend à s'accroître au fur et à mesure de la réduction des frais de production. Ainsi, de 1880 à 1920, la partie de la population active des Etats-Unis employée dans la distribution des produits a passé de 10 % à 26 %, tandis que la partie occupée à la production a diminué de 62 % à 58 %.

La réduction des frais de distribution constitue un problème des plus sérieux; dans cette voie, on observe, depuis quelque temps, dans les grandes industries une tendance marquée à la décentralisation par l'établissement d'usines dans les parties éloignées du pays, antérieurement desservies par l'usine principale. Cette décentralisation de la production, même si elle s'effectue dans le cadre d'une seule entreprise, semble démontrer l'inutilité de la concentration à outrance.

Si on examine maintenant la théorie, d'après laquelle, l'augmentation de la productivité du travail stimule le développement de la consommation, on s'aperçoit également qu'on ne peut l'admettre qu'avec des réserves importantes. L'affirmation que l'augmentation du rendement du travail crée le pouvoir d'achat nécessaire pour absorber le supplément de production, et rétablit ainsi l'équilibre entre la production et la consommation, néglige la question des débouchés dans lesquels ira s'employer le pouvoir d'achat nouvellement créé. Cette théorie ne peut avoir son plein effet que dans un marché national fermé, tel qu'il existe aux Etats-Unis, et pour une production qui trouve ses débouchés principaux dans le pays même. Au contraire, pour une production dont les débouchés principaux sont à l'exportation

et dont les produits ont à lutter contre une concurrence étrangère, l'influence d'une augmentation de la productivité sur le pouvoir d'achat paraît devoir être beaucoup plus limitée.

En effet, comme nous l'avons dit plus haut, l'augmentation de la productivité du travail permet d'augmenter les salaires et de diminuer les prix et dégage ainsi un pouvoir d'achat nouveau chez l'ouvrier et chez le consommateur. Il est évident que le supplément de pouvoir d'achat ainsi créé ne profite à la production nationale qu'à condition d'être employé sur le marché intérieur, soit par l'achat d'un nombre d'unités plus grand du même produit, soit par l'acquisition de produits nouveaux. Dans un pays comme les Etats-Unis, se suffisant à peu près à lui même et protégé par de fortes barrières douanières, le pouvoir d'achat nouvellement créé profite effectivement, en très grande partie, aux industries nationales; par contre, dans un pays essentiellement exportateur et qui fait venir de l'étranger une partie importante des produits de consommation, il est beaucoup moins certain que le nouveau pouvoir d'achat parvienne à accroître les débouchés de l'industrie nationale. En effet, on n'est pas assuré que les consommateurs étrangers emploient le pouvoir d'achat, dont ils viennent de bénéficier par l'effet de la réduction de prix, à l'achat d'autres produits provenant du même pays exportateur. D'autre part, les ouvriers peuvent également employer leur augmentation de salaires, aussi bien à l'acquisition de produits d'origine étrangère qu'à l'achat de produits nationaux. L'augmentation des débouchés de l'industrie nationale, si elle a lieu, est donc beaucoup plus limitée, et il peut arriver, si la consommation augmente dans une proportion insuffisante pour donner emploi aux chômeurs créés par la rationalisation, que la situation de l'économie générale ne s'améliore guère, malgré la réorganisation de l'industrie.

Cette différence explique l'insuccès, à peu près complet, de la formule américaine en Allemagne, où son application a bien réussi à renforcer les positions de l'industrie,

mais non pas à augmenter le pouvoir d'achat de la population, ni à améliorer la situation de la classe ouvrière. Les difficultés que la rationalisation rencontre en Angleterre peuvent être expliquées de la même façon.

D'ailleurs, même aux Etats-Unis, où ce circuit fermé entre l'augmentation de la production et l'accroissement du pouvoir d'achat fonctionne de la façon la plus parfaite, le transfert aux industries nouvelles des ouvriers déplacés par la rationalisation n'est pas sans présenter les difficultés les plus graves. Le chômage permanent, résultat de ce déplacement des ouvriers de leur industrie ancienne, auquel on a donné le nom caractéristique de « technological unemployment », a été en augmentation constante au cours de la période envisagée. Ainsi, en 1928, année pourtant très prospère, le nombre des chômeurs n'est pas descendu au-dessous de 1.500.000.

L'absorption de ces chômeurs ne peut avoir lieu que graduellement, au fur et à mesure du développement des industries nouvelles. Les frais de ce chômage, ainsi, d'ailleurs, que la perte pour l'ouvrier finalement engagé du bénéfice de son éducation professionnelle et de l'expérience acquise dans l'exercice de la profession ancienne, constituent une perte pour l'économie nationale qui devrait être déduite des bénéfices de la rationalisation.

L'augmentation de la consommation des produits de luxe, qui s'est produite aux Etats-Unis au cours des dix dernières années, ne peut d'ailleurs être entièrement expliquée par les résultats de l'augmentation de la productivité du travail. Elle provient, en grande partie, non pas de la création d'un pouvoir d'achat nouveau, mais du déplacement d'un pouvoir d'achat ancien.

L'exemple le plus célèbre et le plus important en cette matière est fourni par la prohibition, dont le rôle dans le développement de la prospérité américaine a été extrêmement considérable. Il est difficile de trouver des statistiques objectives, mais on peut certainement évaluer l'économie

réalisée grâce à la suppression de la consommation d'alcool, même compte tenu de l'alcool de contrebande, à plusieurs milliards de dollars. Ce pouvoir d'achat libéré a profité, en très grande partie, aux industries des objets de consommation. D'ailleurs, l'influence de la prohibition s'est exercée encore à un autre point de vue; la sobriété généralisée, notamment parmi la classe ouvrière, a notablement facilité l'augmentation de la productivité du travail.

Le phénomène de déplacement de pouvoir d'achat, qui a été un des résultats de la prohibition, a pu être également observé dans plusieurs branches de l'activité nationale, ou, d'ailleurs, son action a été loin de présenter le même caractère d'utilité incontestable. En effet, l'augmentation de la consommation depuis 1920 a été loin de s'étendre uniformément à toutes les branches de l'activité économique; plusieurs parmi elles n'ont pas pu participer à la prospérité croissante de l'économie générale.

Au premier rang des branches d'activité ayant souffert au cours de la période d'après guerre d'une crise grave, causée par une restriction des débouchés, il convient de citer l'agriculture. Le malaise agricole, chronique au cours des 10 dernières années, semble s'expliquer essentiellement par le fait que la production agricole, augmentée au cours de la guerre pour subvenir aux besoins des pays belligérants, n'a pas trouvé, après la restriction des débouchés étrangers, une compensation suffisante dans l'expansion du marché national. En effet, depuis la guerre, la consommation de produits agricoles en Amérique n'a pas augmenté. Pour plusieurs produits importants, notamment pour les céréales, elle a même subi une diminution appréciable. La hausse du standard of life a bien entraîné des modifications profondes dans l'alimentation de la population américaine, mais ces modifications ont surtout consisté dans une diversification des consommations et dans la substitution de produits de luxe, d'origine souvent étrangère, comme le sucre et les bananes, aux grands produits de consommation traditionnels, comme les céréales et la viande de boucherie.

CONSOMMATION DE FARINE DE FRÔMENT ET DE  
MAIS PAR TETE D'HABITANT AUX ETATS-UNIS  
(EN BARILS) (1)

| Années | Froment | Maïs  |
|--------|---------|-------|
| 1889   | 1.142   | 0.597 |
| 1899   | 1.148   | 0.527 |
| 1904   | 1.133   | 0.390 |
| 1909   | 1.077   | 0.295 |
| 1914   | 1.036   | 0.210 |
| 1919   | 0.893   | 0.129 |
| 1921   | 0.896   | 0.130 |
| 1923   | 0.902   | 0.139 |
| 1925   | 0.902   | 0.115 |

CONSOMMATION DE SUCRE PAR TETE D'HABITANT (2)

(lb. par an)

|      |        |
|------|--------|
| 1888 | 50.96  |
| 1893 | 73.73  |
| 1898 | 62.60  |
| 1903 | 70.15  |
| 1908 | 82.18  |
| 1913 | 90.41  |
| 1919 | 83.64  |
| 1923 | 100.21 |
| 1927 | 110.16 |

Les progrès de la technique agricole, dus à l'introduction de la motoculture, n'ont fait qu'aggraver la disproportion entre la capacité de production et le pouvoir d'absorp-

---

(1) *Recent Economic Changes*, p. 33.

(1) *Recent Economic Changes*, p. 42.

tion du marché. Le remplacement de la traction animale par le tracteur et la diminution considérable du nombre des bêtes de trait, qui en est résultée, ont d'ailleurs, sensiblement réduit un débouché important de la production agricole.

#### IMPORTATION DE BANANES EN 1.000 REGIMES (1)

|      |        |
|------|--------|
| 1909 | 39.142 |
| 1919 | 36.993 |
| 1920 | 39.320 |
| 1921 | 43.366 |
| 1922 | 45.094 |
| 1923 | 43.956 |
| 1924 | 47.384 |
| 1925 | 55.483 |
| 1926 | 56.251 |
| 1927 | 61.000 |

#### NOMBRE DES BETES DE TRAIT DANS L'AGRICULTURE DES ETATS-UNIS (2)

| Années | Chevaux | Mulets | Total  |
|--------|---------|--------|--------|
| 1910   | 19.833  | 4.210  | 24.043 |
| 1919   | 21.482  | 4.954  | 26.436 |
| 1925   | 16.489  | 5.725  | 22.214 |
| 1929   | 14.029  | 5.477  | 19.476 |

La crise dont souffre l'agriculture américaine ne semble pas être un fait isolé, dont l'action fut limitée à cette branche d'activité ; on peut la considérer comme un phénomène d'ordre général, dont l'apparition en agriculture s'explique

---

(1) *Recent Economic Changes*, p. 46.

(1) *Recent Economic Changes*, p. 558.

par la différence du degré d'évolution entre cette branche de l'économie nationale et la plupart des autres productions.

La production agricole sert essentiellement à subvenir aux besoins alimentaires. Ces besoins étant les plus pressants de l'homme, ils ont été les premiers à bénéficier dans le passé de l'élévation progressive du niveau de vie des masses populaires. A la suite de cette évolution, dans les pays civilisés, et notamment aux Etats-Unis, ces besoins peuvent être considérés comme étant de plus en plus complètement satisfaits, au moins en ce qui concerne les produits de consommation courante, comme les céréales. Il semble donc que même une baisse importante des prix de ces produits ne pourrait provoquer une augmentation quelque peu sensible de la consommation, qui a pour ainsi dire atteint son point de saturation. Toutefois, si, dans ce cas, la consommation ne peut plus augmenter sensiblement, elle peut, par contre, fort bien diminuer par la concurrence de produits nouveaux, à la suite de progrès techniques ou de simples changements de mode. Cette évolution a pu être constatée pour plusieurs produits alimentaires.

L'état de saturation, qui semble avoir été atteint par l'agriculture américaine, peut l'être également par toute branche de l'activité économique dont les produits ne peuvent plus convenir à aucun usage nouveau pouvant couvrir les frais normaux de production.

Plusieurs industries en Amérique peuvent déjà être rangées dans cette catégorie de productions, ayant plus ou moins atteint l'état de saturation et affectées par la croissance rapide des industries nouvelles.

L'industrie textile, notamment l'industrie du coton et de la laine, n'a pas pu accuser au cours de la période écoulée depuis 1920 un développement satisfaisant. La production n'a pas fléchi, mais ses progrès ont à peine suivi l'augmentation de la population. Cette stagnation peut s'expliquer, aussi bien par l'expansion de la soie naturelle et surtout de la soie artificielle que par la saturation croissante

du marché des textiles anciens; nous observons ici le même phénomène que pour les céréales. Tous les besoins étant à peu près satisfaits la consommation ne peut plus augmenter. (1).

## PRODUCTION DE L'INDUSTRIE DE L'HABILLEMENT (2)

(en 1000 dollars)

|      |           |
|------|-----------|
| 1914 | 2.241.753 |
| 1919 | 5.524.996 |
| 1921 | 4.556.655 |
| 1923 | 5.776.523 |
| 1925 | 5.499.855 |

L'industrie houillère, dont les progrès antérieurs ont été extrêmement rapides, a du constater également l'arrêt de son développement. Depuis 1920 la production est demeurée stationnaire, la concurrence victorieuse du pétrole et de la houille blanche, ainsi que l'emploi de méthodes plus rationnelles de combustion, ont tendu à restreindre les débouchés du charbon.

## PRODUCTION DE CHARBON AUX ETATS-UNIS

| Années | En millions<br>de shortton | Années | En millions<br>de shortton |
|--------|----------------------------|--------|----------------------------|
| 1900   | 270                        | 1923   | 657                        |
| 1905   | 393                        | 1924   | 572                        |
| 1910   | 502                        | 1925   | 582                        |
| 1913   | 570                        | 1926   | 664                        |
| 1920   | 658                        | 1927   | 598                        |
| 1921   | 506                        | 1928   | 576                        |
| 1922   | 477                        | 1929   | 602                        |

---

(1) Il y a lieu de remarquer que la crise de l'industrie cotonnière a considérablement affecté une des branches principales de l'agriculture américaine, elle a été, ainsi, un des facteurs déterminants du malaise agricole.

(2) *Recent Economic Changes*, p. 463.

Pour les chemins de fer, affectés par le développement de l'automobilisme, la période depuis 1920 n'a pas non plus été très favorable. Le nombre des voyageurs a été, au cours des 10 dernières années, en diminution régulière, et si le trafic des marchandises n'a pas fléchi, le rythme de sa progression s'est sensiblement ralenti.

### TRAFIC DES CHEMINS DE FER (1)

| Années | Cargaisons<br>transportées<br>en millions de t. | Voyageurs<br>transportés<br>en millions |
|--------|-------------------------------------------------|-----------------------------------------|
| 1920   | 2.260                                           | 1.235                                   |
| 1921   | 1.691                                           | 1.035                                   |
| 1922   | 1.841                                           | 967                                     |
| 1923   | 2.334                                           | 987                                     |
| 1924   | 2.172                                           | 933                                     |
| 1925   | 2.304                                           | 888                                     |
| 1926   | 2.465                                           | 862                                     |
| 1927   | 2.362                                           | 830                                     |

D'autre part, la situation peu satisfaisante des chemins de fer s'est répercutée sur l'industrie du matériel roulant, dont l'activité a fléchi dans des proportions considérables.

Il semble résulter des exemples que nous venons de citer que la situation économique des Etats-Unis était loin d'être uniformément prospère ; l'agriculture et plusieurs branches importantes de l'industrie étaient atteintes d'une crise grave, et faisaient en partie les frais de l'expansion rapide des industries nouvelles.

Il est pourtant incontestable que la proportion des industries prospères était beaucoup plus considérable que celle des industries en stagnation ; mais, pour l'estimation des progrès de l'économie générale, il convient de tenir

---

(1) *Recent Economic Changes*, p. 269.

compte aussi bien des résultats médiocres des industries déclinantes que des succès des industries nouvelles.

Ainsi, le supplément de revenu provenant de l'accroissement de la production des industries nouvelles ne peut être considéré comme un bénéfice net au point de vue de l'économie nationale. Il faut en déduire le revenu des industries détruites et remplacées par la production nouvelle, ainsi que l'amortissement des installations, devenues de ce fait sans valeur et mises hors service avant l'époque normale.

Compte tenu de ces facteurs de compensation, le progrès industriel et économique en général, et le développement des Etats-Unis au cours des dernières années, en particulier, semblent être beaucoup plus lents qu'on ne le croit au premier abord. L'augmentation du pouvoir d'achat au cours de la période envisagée est, de même, réduite à des proportions plus modestes que ne le laisse supposer l'accroissement énorme de la consommation de produits de luxe.

Le développement de la consommation de produits de luxe et l'essor rapide des industries qui s'y rattachent, a été, comme nous l'avons dit, un des traits caractéristiques de l'évolution récente de l'économie américaine. Cette expansion brutale des industries de luxe semblait, d'ailleurs, devenir de plus en plus excessive et il paraissait probable que sa continuation pourrait engendrer dans l'avenir des graves difficultés.

En effet si, jusqu'à présent, l'expansion de la consommation a pu se produire sans difficultés, c'était, en grande partie, grâce à des facteurs exceptionnels : relèvement du rendement du travail après la fin de la guerre, rationalisation, libération d'un pouvoir d'achat considérable à la suite de la prohibition, etc...

Mais, cette situation exceptionnelle semblait prendre fin et l'influence de ces facteurs étant à peu près épuisée, la consommation ne pouvait, désormais, augmenter que d'après le rythme vraisemblablement beaucoup plus lent de l'accroissement de la productivité du travail.

La marge de pouvoir d'achat supplémentaire, mise à la disposition de l'industrie américaine, semblait donc devoir se réduire de plus en plus, tandis que le nombre et la variété des produits qui se la disputaient augmentait sans cesse.

Une expansion simultanée de la consommation de tous les produits nouveaux devenait, ainsi, de plus en plus difficile. On assistait, donc à une concurrence acharnée entre les différents produits. Ainsi, les fabricants de cigarettes insistaient dans leurs annonces sur les inconvénients que présentait la consommation des produits de confiserie et vice versa. La mode, guidée par une publicité savante, se portait tantôt sur l'un, tantôt sur l'autre produit, et la standardisation du goût du public américain permettait des variations de la demande extrêmement brusques. Le remplacement d'un produit par un autre pouvait, d'ailleurs, prendre une envergure d'autant plus grande qu'il s'agissait dans l'espèce d'objets de luxe, dont la consommation, malgré le processus bien connu de l'évolution des produits de luxe en produits d'usage courant, ne présentait pas la stabilité qu'on trouve pour les produits essentiels.

Un exemple récent de ces déplacements de la demande peut être fourni par la consommation du poulet. A un certain moment le « chicken-dinner », le dîner au poulet, a joui d'une vogue extraordinaire ; le poulet est devenu un plat quotidien même dans les familles peu fortunées ; puis, assez rapidement, la consommation du poulet est revenue à un niveau plus normal. Le résultat le plus tangible de cette mode passagère a été de précipiter l'élevage du poulet, autrefois une branche très prospère de l'agriculture, dans une crise aiguë de surproduction, dont il souffre encore à l'heure actuelle.

Il est d'ailleurs évident que dans cette lutte pour les débouchés, l'expansion de l'une ou de l'autre des industries nouvelles, dans la mesure où elle est effectuée par la simple substitution aux produits d'une industrie concurrente, ne

peut prétendre à constituer un progrès économique et n'est pas de nature à provoquer un accroissement de la prospérité nationale. En cette matière on ne peut même pas affirmer qu'il s'agit d'un aménagement plus rationnel de la consommation, comme pour le remplacement du charbon par la houille blanche ou pour les variations dans le mode d'alimentation. Il s'agit dans la plupart des cas d'objets dont l'usage est facultatif et pour lesquels l'ordre de préférence dépend essentiellement des appréciations individuelles (1).

L'influence des changements de mode (*changes of style*) ne s'exerce pas seulement dans la concurrence entre les industries différentes, mais également dans le cadre de chaque industrie particulière.

En effet, une des caractéristiques les plus intéressantes de la vie américaine moderne, c'est la facilité avec laquelle le public se décide à remplacer des objets d'usage, encore parfaitement utilisables, mais démodés, et ne correspondant plus à ses goûts, par des articles nouveaux ne se distinguant des anciens souvent, que par la forme ou la présentation. Ces changements de mode n'affectent pas seulement des articles pour lesquels ils sont de tradition, comme les vêtements féminins, mais des objets qui, par leur usage durable, et par leur prix d'acquisition souvent fort élevé, ne devraient pas en être touchés : automobiles, appareils de T. S. F., immeubles, etc... Les industriels sont évidemment enclins à favoriser cette tendance et l'exploitent avec insistance dans leurs campagnes de publicité ; ce facteur est particulièrement important dans les industries dont le marché est pratiquement saturé (2). Cette façon d'agir, qui est célébrée

---

(1) D'ailleurs, pour les individus intéressés, cette substitution peut, tout de même, paraître constituer un progrès ; en effet, il est tout naturel qu'on considère l'objet qu'on préfère, à un moment donné, comme plus précieux que celui qu'on vient d'abandonner.

(2) On peut notamment citer l'exemple de la Gillette Safety Razor Company, qui vient de lancer un nouveau modèle de rasoir, ne représentant sur l'ancien que des améliorations de détail et qu'elle croit pouvoir faire adopter à bref délai par les 30 ou 40 millions d'Américains possédant des rasoirs anciens.

par les producteurs intéressés comme une manifestation de l'esprit du progrès, semble être critiquable à un double point de vue.

Tout d'abord, l'abandon d'objets encore utilisables avant l'expiration du délai dans lequel leur prix d'achat aurait pu être normalement amorti, est une perte de capital et constitue un gaspillage injustifiable. Il est intéressant de noter que ce gaspillage dans la consommation compense vraisemblablement, dans une proportion sensible, l'économie réalisée grâce à la suppression du gaspillage dans la production (*waste in industry*), qui a exigé tant d'efforts de la part de l'industrie américaine.

Un autre inconvénient sérieux est constitué par le fait que cet usage permet à la production d'augmenter temporairement au delà des besoins normaux et nécessite ainsi l'installation de moyens de production trop grands, ce qui tend à accentuer la disproportion entre la capacité de production de l'industrie et le pouvoir d'absorption du marché.

De l'ensemble des faits qu'on vient d'exposer, il semble résulter que l'évolution des industries américaines de produits de consommation devait conduire à la longue à une surproduction de plus en plus générale, qui aurait pour effet une faible utilisation de la capacité de production de toutes les industries concurrentes, un état de dépression prolongée, et, par conséquent, des pertes sensibles en revenu et en capital.

Ces prévisions pessimistes semblaient être confirmées par l'influence fâcheuse que l'extension des ventes à tempérament devait exercer sur le développement futur de la consommation.

En effet, si cette méthode de vente permet d'accroître la production, c'est en anticipant sur les revenus futurs, qui devront servir à payer les produits achetés à tempérament. Il s'agit donc, en quelque sorte, d'un déplacement de pouvoir d'achat dans le temps dont profite la production présente. Mais le pouvoir d'achat futur s'en trouve diminué dans une proportion équivalente, une certaine partie du revenu

devra être consacrée au règlement des achats à crédit antérieurs et sera donc indisponible pour s'employer dans la production présente.

Tant que dure la prospérité et que la somme des revenus individuels, constituant le pouvoir d'achat global, continue à augmenter, les conséquences de cet état de choses ne se font pas beaucoup sentir. Par contre, dès qu'une stagnation, puis une crise survient et que le pouvoir d'achat diminue, l'accumulation des contrats de vente à tempérament non encore réglés exerce une influence extrêmement fâcheuse sur l'évolution économique.

Cela se produit même si on admet avec M. Seligman, que le crédit à la consommation, concédé sous la forme de ventes à tempérament, constitue généralement une opération très sûre. En effet, il est évident que l'acheteur, menacé en cas de non paiement du retrait de l'objet et de la perte des versements déjà effectués, s'efforcera de payer par tous les moyens en son pouvoir. Toutefois, son revenu étant par supposition réduit et une charge fixe lui incombant du fait des versements périodiques pour les objets achetés à tempérament pendant la période de prospérité, la partie du pouvoir d'achat restant disponible diminue dans une proportion bien plus forte que son revenu total, ce qui l'oblige à réduire fortement sa consommation courante.

Il est vrai qu'on opposait à ces pronostics l'argument déjà cité par nous, qui consiste à dire, que la consommation de plus en plus large de produits de plus en plus nombreux et variés stimule la productivité du travail, et provoque ainsi la création du pouvoir d'achat supplémentaire nécessaire à son extension. Appliqué aux ventes à tempérament, cet argument signifie que l'usage anticipé des objets achetés à crédit stimule la productivité de leurs acquéreurs, et leur permet ainsi de s'acquitter des obligations contractées, sans que pour cela leur pouvoir d'achat disponible diminue.

Cet argument, qui a été notamment développé par le professeur Seligman, dans son livre sur les ventes à tempé-

rament, contient certainement une part de vérité et ne peut être rejeté à la légère. Toutefois, il y a lieu de croire que l'action de ce facteur a dû s'exercer surtout au début, au moment des grands changements pour ainsi dire révolutionnaires dans la consommation, comme à l'occasion de l'introduction de l'automobile. A la longue, l'influence de ce stimulant semble s'affaiblir ; elle ne suffit pas pour justifier l'expansion énorme des consommations de luxe au cours de ces dernières années et ne peut donc qu'atténuer les prévisions que nous avons formulées.

La situation générale des Etats-Unis au cours des dernières années ne semblait donc pas être entièrement conforme aux descriptions optimistes de la prospérité américaine, qu'on a pris si souvent l'habitude d'admirer.

Le développement extrêmement remarquable de la prospérité des Etats-Unis au cours de cette période était dû, aussi bien à l'action de quelques facteurs exceptionnellement favorables, et au jeu normal des fluctuations cycliques, qu'à la réorganisation rationnelle de l'économie nationale.

La continuation de l'essor de cette prospérité paraissait menacée par le défaut de correspondance entre la progression, désormais plus lente, de la productivité de l'économie générale, et la poussée brutale d'expansion des industries de produits de consommation.

## CHAPITRE DEUXIEME

### LA POLITIQUE DES FEDERAL RESERVE BANKS ET SES EFFETS

L'organisation bancaire des Etats-Unis, représentée par les 12 Banques Fédérales de Réserve et leur organe central, le Federal Reserve Board à Washington, n'a pas pu exercer au cours de la crise de 1920 une influence décisive sur le cours des événements.

De création récente, — leur constitution a été décidée par la loi du 22 Décembre 1913 et le début de leur activité ne remonte qu'à 1915, — les Banques Fédérales de Réserve se sont trouvées peu de temps après leur entrée en fonctions devant des tâches extrêmement difficiles ; la préparation financière de la guerre d'abord, puis l'assistance au trésor dans le financement de la guerre.

Les Etats-Unis ont, comme d'ailleurs presque tous les autres états belligérants, financé les dépenses énormes de guerre par l'émission d'emprunts massifs.

Le rôle des Banques Fédérales au cours de cette période était évidemment de favoriser le placement des emprunts nationaux en pratiquant une politique d'argent à bon marché et de crédits abondants (easy money policy) ; d'où maintien du taux d'escompte à un niveau très bas et facilités de crédit accordées aux banques privées.

Cette politique a eu pour conséquence une expansion très forte des crédits bancaires.

L'inflation de crédit, qui s'est développée aux Etats-Unis au cours des années de guerre, a été accompagnée par les mêmes phénomènes qu'on a pu observer dans les pays européens où sévissait l'inflation monétaire : hausse démesurée des prix et en conséquence dépréciation sensible de l'unité monétaire (l'indice des prix de gros s'est élevé à 193 en Mars 1919 contre 100 en 1913.)

Cette concomitance entre l'expansion des crédits et la hausse des prix a permis aux partisans de la théorie quantitative de la monnaie d'affirmer qu'il y avait entre ces deux phénomènes une relation de cause à effet, et que la baisse du pouvoir d'achat du dollar était la conséquence nécessaire et directe de l'inflation de crédit.

Mais, s'il est incontestable que ces deux faits sont intimement liés, l'origine de la hausse des prix semble pouvoir être attribuée plutôt, comme le dit M. Aftalion (1), à l'augmentation des revenus résultant de l'inflation de crédit qu'à cette inflation elle-même. En effet, l'émission des emprunts de guerre, dont le montant a été dépensé immédiatement, a considérablement accru le revenu en argent de l'économie américaine, sans augmentation concomitante de la production, ce qui explique facilement la hausse des prix (2).

Une fois la guerre finie, la politique des Banques Fédérales a dû encore, par la force des choses, être poursuivie pendant quelque temps en vue du même but. Les besoins financiers de l'Etat restaient considérables; il fallait, notamment, consolider le montant des avances à court terme, consenties par les banques au Trésor sur le produit des emprunts à émettre. Au cours de la plus grande partie de l'exercice

---

(1) A. Aftalion. Cours de la Monnaie et des Changes 1928-29.

(2) Cette politique de financement de la guerre par des emprunts, qui devait fatalement conduire à la dépréciation de l'unité monétaire, a été très justement critiquée par M. H.-L. Reed, qui a préconisé à cette époque la couverture des dépenses de guerre par l'accentuation de l'effort fiscal. Cette dernière méthode, combinée avec une politique de restriction de crédit, aurait eu l'avantage de ne pas accroître le total des revenus en monnaie, en opérant simplement un déplacement des revenus existants, et d'éviter ainsi toute hausse de prix.

1919, les Banques Fédérales ont continué à agir en s'inspirant surtout des intérêts du Trésor et ont maintenu la politique d'argent bon marché pratiquée au cours des hostilités.

Cette politique, qui n'a pas été sans éveiller de nombreuses appréhensions, a évidemment favorisé dans une mesure considérable, non seulement la reprise des affaires, presque immédiatement après l'armistice, mais la transformation de cette reprise en un boom de proportions énormes.

Ce n'est que trop tard, à la fin de 1919, lorsque la prospérité avait déjà atteint son point culminant, que les Banques Fédérales sont intervenues par une augmentation du taux d'escompte pour protéger leur encaisse, dont la proportion s'était abaissée jusqu'au minimum légal par l'effet simultané des exportations d'or et de l'accroissement de crédit.

La restriction de crédit appliquée par les Banques Fédérales provoque d'abord une baisse sensible des valeurs de bourse, puis, à quelques mois d'intervalle, une baisse des cours des marchandises qui déclanche la crise.

La politique des Banques Fédérales au cours de cette période a été l'objet de critiques nombreuses; on lui reprochait notamment de ne pas avoir empêché la crise de naître et de n'en avoir même pas atténué l'intensité. La seule justification de cette politique se trouvait dans l'assistance que les Banques Fédérales étaient obligées de fournir au Trésor.

La crise de 1920-21 a exercé une influence profonde sur la politique bancaire des Etats-Unis. L'insuccès de l'action des Banques Fédérales au cours de cette période a amené leurs dirigeants à réviser les bases de la politique ancienne et à s'inspirer de quelques théories nouvelles. C'est ainsi que, dans la période suivante, les Banques Fédérales semblent appliquer d'une façon de plus en plus consciente et de plus en plus systématique les principes de la théorie de la monnaie dirigée.

Cette théorie attribue aux banques d'émission une fonction extrêmement importante dans la vie économique du

pays. En effet, d'après ses partisans, le rôle d'une banque d'émission ne se limite pas à assurer la stabilité de la monnaie à l'extérieur, par rapport aux changes étrangers; la politique bancaire doit également maintenir la stabilité de la monnaie à l'intérieur du pays, c'est-à-dire stabiliser le pouvoir d'achat de la monnaie et donc le niveau des prix.

Cette action stabilisatrice de la banque d'émission semble devoir également exercer une influence importante sur le cours de l'évolution économique. En effet, la stabilisation des prix serait de nature à diminuer considérablement l'amplitude des variations cycliques de l'activité économique; on arriverait ainsi à faire disparaître les crises périodiques naissant de ces variations.

Tels ont été les buts ambitieux qu'on espérait atteindre par la politique de la monnaie dirigée.

Cette politique s'inspirait évidemment de la théorie quantitative de la monnaie, qui explique les fluctuations des prix par des variations correspondantes des facteurs monétaires. Cette relation de cause à effet étant assurée, il paraissait possible de régler l'évolution du niveau des prix en agissant sur la monnaie et sur le crédit.

Pour l'application de la politique de la monnaie dirigée, les Banques Fédérales essayaient de réduire les variations des prix par des mesures appropriées d'augmentation ou de réduction du taux ou du volume des crédits qu'elles dispensaient à l'économie nationale.

Dans cette nouvelle politique, les Banques Fédérales procédaient au moyen des variations du taux d'escompte des effets commerciaux et du taux d'achat des acceptations bancaires, dont le marché venait d'être créé à New-York en 1913, ainsi que par des interventions directes sur le marché monétaire, « open market policy », qui consistent en achats ou ventes sur le marché de bons ou d'obligations du Trésor.

Ainsi, lorsque le développement des affaires progressait à une allure trop rapide et menaçait d'entraîner une hausse des prix, les Banques Fédérales augmentaient les taux de

leurs crédits et réduisaient les disponibilités du marché monétaire par des ventes de titres; lorsque, au contraire, l'évolution économique paraissait s'orienter vers un ralentissement des affaires, les banques consentaient des abaissements des taux de crédit, tandis que des achats de titres venaient rétablir l'abondance de fonds disponibles.

A première vue, ces mesures ne semblaient pas sortir du cadre de la politique traditionnelle des banques d'émission. En effet, l'augmentation des taux de l'argent en période d'activité intense, et leur abaissement en période de ralentissement ont toujours été pratiqués; de même, la politique d'achat et de vente de titres n'a pas été une innovation des Banques Fédérales. Elle a été largement pratiquée de tout temps par la Banque d'Angleterre; de leur côté, les Banques Nationales aux Etats-Unis, qui remplissaient la fonction de banques d'émission avant la création des Banques Fédérales, l'avaient également employée.

La différence entre la politique de la monnaie dirigée et la politique ancienne des banques d'émission semble consister plutôt dans la divergence des buts poursuivis que dans une diversité des moyens employés.

La politique traditionnelle, guidée par le souci permanent de sauvegarder l'encaisse de l'institut d'émission, suivait dans son évolution les variations de l'activité économique, qui avaient pour résultat d'accroître ou de diminuer les réserves métalliques. Mais, comme la répercussion des variations cycliques sur le stock d'or a été généralement assez tardive, cette politique, opérant par voie de modifications du taux d'escompte, ne s'exerçait qu'à posteriori, c'est-à-dire lorsque le développement cyclique était déjà près d'atteindre son point culminant. L'intervention des banques ne pouvait alors avoir qu'un effet répressif; la sanction de restriction de crédit, appliquée à un moment de développement cyclique excessif, a ainsi très souvent déclenché la crise, rendue inévitable par l'évolution antérieure. Tel a été notamment le cours des événements en 1919-20.

La politique de la monnaie dirigée tend, au contraire, à précéder les fluctuations de l'activité économique pour exercer son influence en temps utile. Les mesures de restriction ou d'extension de crédit appliquées par les banques doivent donc agir d'une manière préventive plutôt que répressive.

L'application de cette politique comporte évidemment un risque très considérable; tandis que la politique traditionnelle tirait ses indications de faits concrets et aisément contrôlables, — notamment, des variations du stock d'or — la politique nouvelle ne peut être guidée que par des estimations et par des prévisions, estimations de l'état actuel des affaires et prévisions sur leur évolution future; elle repose donc sur des bases beaucoup moins certaines, laissant plus de liberté à des appréciations subjectives.

Il faut, d'ailleurs, dire que les dirigeants des Banques Fédérales n'ont jamais expressément reconnu qu'ils se proposaient de poursuivre une politique de stabilisation des prix. Mais l'interprétation à peu près unanime donnée à leur politique aux Etats-Unis ne semble plus permettre de doutes à cet égard.

Une application particulièrement intéressante de ces idées nouvelles a été faite, tout d'abord, à l'occasion des énormes importations d'or qui ont eu lieu aux Etats-Unis à partir de 1921. Depuis le début de 1921 jusqu'au milieu de 1927, le montant total des entrées d'or s'est élevé à près de 1 3/4 milliards de dollars; le stock monétaire du pays a été porté de 2.841 millions en avril 1920 à 4.609 millions en avril 1927.

La politique appliquée par les Banques Fédérales pour neutraliser les effets de cet afflux d'or n'a pas visé à stériliser complètement l'or venu de l'étranger. Telle est cependant l'opinion des partisans de la théorie quantitative de la monnaie, qui expliquent de cette façon l'absence de répercussion des importations d'or sur le niveau des prix, contrairement à ce qui s'est produit à la suite des entrées d'or au cours des premières années de guerre.

La différence entre ces deux périodes d'importation d'or semble consister, comme l'a démontré M. Aftalion dans son cours de la Monnaie et des Changes, dans le fait que, pendant la période de guerre, les importations d'or ont coïncidé avec une inflation de revenu, provenant des bénéfices élevés réalisés dans le commerce avec les pays belligérants, tandis que durant les années d'après-guerre, il n'y avait point de telles raisons pour causer une hausse des prix et des revenus.

Mais, à défaut d'une stérilisation complète de l'or introduit, les Banques Fédérales se sont efforcées à limiter l'expansion de crédit pouvant résulter de cette augmentation du stock monétaire. D'après les prescriptions légales en vigueur aux Etats-Unis, les Banques Fédérales de Réserve doivent avoir une couverture en or de 40 % de la circulation monétaire et de 35 % du montant de leurs dépôts. Les banques privées qui leur sont affiliées, et dont les dépôts s'élèvent à plus de 70 % du montant total de toutes les banques des Etats-Unis, doivent, à leur tour, avoir en garantie de leurs dépôts des réserves variant de 3 % à 13 % (10 % en moyenne pour les dépôts à vue), qui sont déposées dans les Banques Fédérales. Il en résulte qu'un dollar d'or ajouté à la couverture des Banques Fédérales peut gager 25 à 30 dollars de crédits bancaires. L'accroissement du stock d'or au cours de la période de 1921-27 aurait donc pu donner lieu à une expansion de crédit de l'ordre de 45 à 50 milliards. Effectivement, le montant des crédits bancaires a augmenté, mais dans une proportion sensiblement moindre; du 30 juin 1921 au 31 décembre 1927, le montant des dépôts accuse une augmentation totale de 17 milliards de dollars. Les Banques Fédérales de Réserve se sont efforcées de ne pas utiliser à plein le potentiel énorme d'extension de crédit créé par les importations d'or. Elles ont employé une partie de leur or à la création de goldcertificates (certificats d'or), entièrement gagés par l'or, qu'elles ont mis en circulation en remplacement des billets de banque; d'autre

part, elles ont conservé une réserve d'or supérieure à la couverture légale.

Elles ont également cherché à compenser l'effet des entrées d'or sur le marché monétaire par des ventes de titres ; de même, lorsqu'en 1927, l'or a commencé à sortir des Etats-Unis, elles ont procédé à des achats de titres sur le marché.

La politique de la monnaie dirigée proprement dite a été inaugurée en 1922, lorsque, pour favoriser la reprise qui se dessinait à la suite de la crise de 1921, les Banques Fédérales ont abaissé leur taux d'escompte et procédé à des achats de titres portant sur près de 400 millions de dollars de janvier à mai 1922. Peu de temps après, la marche des affaires étant redevenue très active, les Banques Fédérales renversaient leur politique et procédaient à des ventes de titres, qui ont porté de juin 1922 à juillet 1923 sur plus de 525 millions de dollars. Au cours de l'hiver 1923-24, un ralentissement léger se produit de nouveau : les Banques Fédérales abaissent leur taux d'escompte à 3 % et achètent des titres pour un montant total de 510 millions de dollars (décembre 1923 à septembre 1924). Puis, de nouveau, elles recommencent à vendre (260 millions de dollars de novembre 1924 à mars 1925).

Les résultats obtenus au cours de ces années par la nouvelle politique des Banques Fédérales semblaient être assez encourageants. De 1921 à 1927, on n'a enregistré aux Etats-Unis aucune fluctuation importante de l'activité économique ; le développement des affaires était remarquablement régulier et ne comportait que des fluctuations de faible envergure. D'autre part, le niveau des prix a également fait preuve, au cours de cette période, d'une stabilité assez grande.

Ces résultats, attribués en grande partie à l'action des Banques Fédérales, semblaient confirmer le succès de la politique de la monnaie dirigée. Aussi l'opinion s'est fait jour, partagée par de nombreux économistes éminents, que

la politique des Banques Fédérales était capable de stabiliser le niveau des prix et d'influencer d'une manière décisive l'évolution de l'activité économique.

On peut, notamment, citer à ce sujet les déclarations de M. Reginald Mac Kenna, président de la Midland Bank de Londres, qui, dans un discours prononcé à l'Assemblée du 24 janvier 1928 de cette banque, a déclaré que l'or a été remplacé comme étalon monétaire international par le dollar, dont le pouvoir d'achat était stabilisé grâce à la politique des Banques Fédérales de Réserve.

Cette opinion optimiste ne paraît pas pouvoir être justifiée par les faits réels; la stabilité relative des prix et de l'évolution économique, qu'on a pu observer de 1922 à 1927, semble s'expliquer plus aisément par les mesures de rationalisation de production, dont nous avons parlé dans le chapitre précédent, que par l'influence de la politique bancaire. Le cours des événements est d'ailleurs venu infirmer, en grande partie, les conclusions optimistes que tant d'hommes éminents avaient pourtant adoptées.

Au cours de l'année 1927, l'activité économique a accusé de nouveau un ralentissement sensible et les Banques Fédérales ont eu recours à leur pratique habituelle; diminution du taux d'escompte, abaissé à 3 1/2 % le 5 août 1927 par la Federal Reserve Bank de New-York, et achat de titres sur le marché. Le but de cette action était, d'ailleurs, non seulement de ranimer l'activité de l'économie nationale, mais aussi, celui d'assister au rétablissement monétaire de l'Europe par la création d'une aisance monétaire internationale.

Toutefois, cette fois-ci, la politique des Banques Fédérales n'a pas obtenu les résultats qu'on avait escomptés. L'effet de l'aisance monétaire sur l'état des affaires a été d'abord à peu près nul, et la reprise de l'activité économique ne s'est produite qu'au printemps 1928, sept mois après le coup de barre des Banques Fédérales, et au moment où leur politique avait déjà radicalement changé de direction.

L'action des Banques Fédérales a, par contre, eu des

conséquences fort importantes dans un domaine tout différent, soit sur le marché des crédits de bourse.

Les disponibilités supplémentaires, mises par les Banques Fédérales à la disposition du marché, se sont surtout employées en crédits de bourse. Ces fonds étaient généralement engagés sous la forme de prêts ou avances aux brokers (brokers loans), placés à vue et dénonçables au jour le jour (call money). De cette façon, l'action des Banques Fédérales a eu pour résultat de faciliter les opérations des spéculateurs de Bourse, en leur permettant d'obtenir à meilleur compte et en plus grande quantité les fonds nécessaires pour financer leurs achats de titres.

Ce résultat de la politique des Banques Fédérales, qui ne correspondait nullement à leurs intentions, semble être dû à la structure particulière du marché des crédits de bourse aux Etats-Unis.

Le marché des avances aux brokers, qui correspond à peu près au marché des reports auprès des bourses européennes, a joué dans l'évolution du marché monétaire de New-York un rôle extrêmement important. Pendant longtemps, et notamment avant la création des Banques Fédérales, les avances aux brokers ont fourni au marché le mode de placement le plus commode pour les disponibilités cherchant à s'employer à très court terme. En effet, ces avances présentaient des avantages très grands, aussi bien au point de vue de la liquidité qu'à celui de la sécurité. Dénonçables au jour le jour, les avances aux brokers étaient toujours liquides; garanties par une forte marge d'au moins 25 % de la valeur des titres, elles semblaient présenter également une sécurité à l'abri de tout risque sérieux. Il est naturel, dans ces conditions, que le placement en crédits de bourse sous la forme de call money est devenu le mode le plus répandu d'investir les fonds à très court terme.

Cette situation a eu pour conséquence de faire des avances aux brokers la partie la plus sensible du marché monétaire. Les tensions monétaires, précédant les crises,

se sont fait jour généralement, en premier lieu, sur le marché des crédits de bourse, et les crises que l'économie américaine a traversées au cours de son développement ont toujours été caractérisées par des fluctuations extrêmement violentes des taux du call money (1)

Ce rôle joué par les avances aux brokers, leur caractère de crédits à la spéculation boursière, ainsi que les abus spéculatifs auxquels elles donnaient lieu et qui se reflétaient de la façon la plus frappante dans les fluctuations violentes des taux, expliquent la défaveur avec laquelle l'opinion publique des Etats-Unis a pris l'habitude de considérer cette forme de crédit. D'autre part, comme les fluctuations du taux des prêts aux brokers étaient souvent un des premiers signes indicateurs de la crise, nombreux étaient ceux qui confondaient le symptôme et la cause.

On comprend donc les efforts qui ont été entrepris pour réduire l'importance du marché du call money et limiter les fluctuations de ses taux.

La création des Banques Fédérales a permis de prendre à cet égard des mesures importantes. Parmi les différents modes de placement des disponibilités à court terme, tels que l'escompte des effets de commerce, l'achat d'acceptations bancaires, de bons et d'obligations du Trésor, et, enfin, les avances aux brokers, ces dernières ont été les plus défavorisées par la législation sur l'organisation des Banques Fédérales. En effet, les Banques Fédérales, contrairement à la pratique des banques d'émission européennes, ne peuvent pas faire des avances sur des titres de bourse. Les banques privées se trouvent donc dans l'impossibilité d'obtenir du crédit auprès des Banques Fédérales en mettant en pension chez elles les titres obtenus en garantie de leurs crédits de bourse. Il leur est, par contre, facile d'obtenir des fonds en réescomptant auprès des Banques Fédérales les effets de

---

(1) Le taux maximum pour la période moderne semble avoir été atteint au cours de la crise de 1907, lorsqu'il a été fixé, à un certain moment, à 125 %.

commerce qu'elles ont en portefeuille ou en leur cédant des bons de Trésor ou des acceptations bancaires.

Une autre mesure tendant au même but a été la création à New-York d'un marché d'acceptations bancaires. On voulait fournir au marché monétaire un mode de placement équivalent, comme liquidité et comme sécurité, au placement en crédits de bourse, afin de soustraire à ce dernier une grande partie des fonds qui lui étaient destinés.

Toutefois, cette politique, tendant à réduire l'importance du marché du call money, n'a donné qu'une faible partie des résultats qu'on en avait espérés. L'attrait des placements en avances aux brokers n'a pas diminué et l'aisance du marché monétaire, provoquée à plusieurs reprises par la politique des Banques Fédérales, s'est répercutée immédiatement sur le montant des crédits de bourse. Cette répercussion a eu lieu, aussi en 1922 et en 1924 qu'en 1927. Cette dernière fois, l'expansion des avances aux brokers a simplement pris des proportions plus considérables.

L'explication de ce phénomène peut être recherchée dans le fait que l'augmentation des disponibilités à court terme des Etats-Unis, au cours de la période d'après-guerre, n'a pas trouvé une contre-partie équivalente dans l'accroissement des besoins du commerce et de l'industrie.

Ainsi, pour les banques affiliées au Federal Reserve System, le montant des dépôts s'est élevé de 13.172 millions à fin 1921, à 20.302 millions à fin 1927, en augmentation de 54 %. Au cours de la même période, le montant des prêts commerciaux, escomptes et autres, n'a augmenté que de 7.542 millions à 8.718 millions, soit une augmentation de 15,5 % seulement. Par contre, les avances sur titres s'élevaient à 6.715 millions, contre 3.678 millions (+83 %) et les placements directs des banques en valeurs mobilières atteignaient 6.386 millions contre 3.559 millions (+72,2 %).

La rationalisation et la politique d'achats au jour le jour ont radicalement modifié les conditions d'emploi des capitaux fixes et circulants dans la majorité des entreprises

américaines. En raison de l'accroissement de l'outillage et de la diminution de l'importance des stocks, le financement de longue durée par l'émission d'actions et d'obligations a pris le pas sur le financement à court terme effectué par la voie de crédits de banque.

La longue période de prospérité que l'industrie américaine a traversé depuis 1921 a permis ensuite à la plupart des entreprises d'accumuler des réserves de trésorerie importantes; de sorte que, vers la fin de cette période, de nombreuses sociétés industrielles, non seulement ne font plus appel au marché monétaire pour des crédits à court terme, mais possèdent des disponibilités en excédent, qu'elles essaient d'y placer.

Le développement, très important il est vrai, du marché des acceptations bancaires, n'a offert qu'un débouché restreint à cette pléthore des disponibilités, aggravée encore par la réduction sensible de la dette flottante de l'Etat au cours de ces années.

Dans ces conditions, l'augmentation artificielle des disponibilités du marché, provoquée par l'action des Banques Fédérales en 1927, et survenue en période de ralentissement économique, lorsque les besoins du commerce étaient particulièrement réduits, n'a pu qu'accentuer la surabondance de fonds en quête d'emploi. Cette augmentation, qui a eu lieu à un moment où les banques privées étaient peu endettées aux Banques Fédérales et ne pouvaient donc employer les fonds nouveaux mis à leur disposition à se libérer de leurs dettes, devait fatalement conduire au placement de ces disponibilités sur le marché traditionnel des avances aux brokers.

Cette mesure des Banques Fédérales a été lourde de conséquences, en fournissant à la spéculation des crédits abondants et peu coûteux, elle a stimulé la hausse, qui devait conduire au boom spéculatif de 1927-28 et à la débâcle d'octobre 1929.

## CHAPITRE TROISIEME

### LE DEVELOPPEMENT DE LA SPECULATION ET LA HAUSSE BOURSIERE DE 1927-29

La prospérité dont a joui l'économie américaine après 1920 n'a pas manqué d'avoir une répercussion sur la bourse.

Les cours des valeurs mobilières et notamment des actions, qui, après une hausse très sensible en 1919, ont subi une baisse extrêmement forte au cours des années de crise 1920-21 (l'indice Dow-Jones des valeurs industrielles s'élevait en août 1921 à 64 contre 120 au plus haut en novembre 1919), ont repris à partir de 1922 leur mouvement ascensionnel.

Toutefois, cette hausse a présenté au début le caractère pur et simple d'un rajustement des cours à la valeur réelle des titres, la crise de 1920-21 ayant abaissé les cours à un niveau qui n'était plus en rapport avec le rendement normal des valeurs. Il a donc été tout à fait naturel que, lorsque la reprise économique se fut produite et que les résultats de la plupart des entreprises furent redevenus largement bénéficiaires, les cours des valeurs dépréciées outre mesure se sont redressés dans une proportion correspondante.

La progression des cours, au fur et à mesure du développement de l'activité économique, trouvait des justifications nouvelles dans l'augmentation des bénéfices de la majorité des entreprises.

La hausse continuait donc, à une allure d'abord lente, puis peu à peu accélérée. Malgré quelques réactions assez violentes, qui se sont produites de temps en temps, les cours progressaient régulièrement; à fin 1926, cinq ans après la première reprise, l'indice des valeurs industrielles Dow-Jones était arrivé à près de 150, soit à un niveau sensiblement supérieur à celui atteint au cours de la période de boom spéculatif de 1919.

Toutefois, malgré cette hausse extrêmement considérable, le niveau des cours ne paraissait pas être trop élevé.

En effet, le développement des bénéfices sociaux, conséquence des progrès industriels et de la prospérité croissante de l'économie américaine tout entière, a largement compensé l'élévation des cours. Le taux de rendement de la plupart des valeurs américaines demeurerait sans grand changement et à un niveau assez élevé (1). (Voir tableau page 66.)

Toutefois, la persistance et la continuité de la hausse ont exercé sur la mentalité du public américain une influence très considérable et dont il paraît intéressant de souligner les effets.

La hausse prolongée des valeurs a été généralement considérée comme l'expression normale du développement de la prospérité américaine, dont elle semblait constituer la conséquence naturelle et, par suite, nécessaire. La confiance des Américains dans les progrès continus de leur économie se traduisait dans le domaine boursier par la croyance à une hausse également continue et illimitée.

Cette conception optimiste a puissamment favorisé le développement de la spéculation boursière. En effet, la hausse des valeurs étant étroitement liée au progrès continu

---

(1) Toutefois, les taux de rendement américains, calculés par rapport aux bénéfices effectivement réalisés, sont difficilement comparables aux taux de rendement des sociétés européennes et notamment des sociétés françaises, qu'on ne peut calculer que sur la base des dividendes distribués. En effet, la pratique des réserves occultes, qui peut, dans une certaine mesure tout au moins, justifier les taux de rendement peu élevés auxquels se capitalisent beaucoup de valeurs françaises, n'est pas du tout adoptée en Amérique.

de l'économie américaine, qui constituait, comme nous l'avons dit, presque un article de foi de l'opinion publique, son caractère durable et même permanent semblait aussi bien assuré. L'achat de valeurs mobilières et notamment d'actions ordinaires qui, dans les sociétés américaines, ont seules droit aux superbénéfices, semblait donc pouvoir être toujours justifié par la confiance dans le développement futur des Etats-Unis. « Don't be a bear on the United States » — ne soyez pas à la baisse sur les Etats-Unis — tel a été l'argument péremptoire qu'on a pu longtemps opposer à tous ceux qui critiquaient le niveau trop élevé des cours.

Ces opinions qui, au fur et à mesure des progrès nouveaux réalisés par la prospérité économique et par les cours de bourse, se répandaient de plus en plus, ont formé la base psychologique du grand mouvement spéculatif de hausse qui s'est finalement déclenché en 1927.

L'impulsion a été donnée à ce mouvement de hausse, comme nous l'avons dit dans le chapitre précédent, par la politique monétaire des Banques Fédérales en 1927.

L'abaissement du taux d'escompte à 3 1/2 %, qui a eu lieu en été 1927, et l'achat de quantités considérables de titres (environ 370 millions depuis août 1927 à janvier 1928), a eu pour effet d'augmenter considérablement les disponibilités en quête d'emploi sur le marché monétaire et de stimuler ainsi l'emploi des capitaux sur le marché des crédits de bourse. L'action des Banques Fédérales a également favorisé indirectement la spéculation par le fait que leur décision a été interprétée, non sans raison d'ailleurs, comme un signe de confiance dans le développement continu de la prospérité américaine.

L'influence de ces divers facteurs a provoqué à partir du deuxième semestre de 1927 un développement extrêmement considérable de la spéculation et une montée prodigieuse des cours; ce mouvement, dont l'intensité et l'ampleur allaient toujours en s'accroissant, n'a pris fin qu'en octobre 1929.

La naissance et le développement du mouvement spéculatif de 1927-29, ne peuvent d'ailleurs guère être expliqués sans tenir compte de l'action organisée des syndicats à la hausse (pools), qui s'étaient formés sur la plupart des valeurs dirigeantes.

Ces syndicats, qui se multiplient toujours lorsque l'activité boursière est intense, ont pris au cours de la période envisagée une extension jamais égalée; sous leur impulsion, la hausse de 1927-29 semble avoir présenté un caractère nettement déterminé de mouvement organisé (managed), malgré le nombre infini de petits spéculateurs participants.

Cette opinion semble être confirmée par l'origine immédiate de la hausse. Le mouvement spéculatif n'a pas été déclenché en 1927 par un développement particulièrement brillant de l'activité économique, pouvant provoquer, dans une atmosphère d'optimisme général, un mouvement spontané; au contraire, l'année 1927 a été assez défavorable et les résultats de la plupart des entreprises ont accusé un fléchissement plus ou moins sensible. La hausse a été déterminée, comme nous l'avons dit, par l'abondance et le bon marché des crédits de bourse, résultat de la politique des Banques Fédérales. Cette abondance de crédit, facteur purement technique, n'était pas de nature à rendre les achats de valeurs plus attrayants pour l'Américain moyen (the man in the street), elle présentait, par contre, une importance considérable pour la spéculation organisée, qui obtenait ainsi des facilités de manœuvre beaucoup plus grandes.

Le mouvement de hausse était donc, à ses débuts, le résultat d'une action surtout professionnelle; ce n'est que peu à peu, sous l'influence de la progression continue des cours, que la fièvre spéculative a provoqué l'afflux de la foule aux opérations boursières; l'influence des syndicats demeurait, d'ailleurs, toujours importante.

Ces syndicats, disposant de moyens extrêmement importants, opérant parfois au cours d'une journée sur plus d'un million de titres (représentant une valeur moyenne de 90

millions de dollars), ont pu souvent diriger le mouvement des cours à leur guise.

Il est évidemment délicat d'évaluer le degré d'influence des syndicats sur l'évolution boursière; toutefois, elle apparaît nettement dans le caractère des fluctuations de cours des valeurs sur lesquelles ils travaillaient. C'est ainsi qu'en juillet et août 1929, les actions U. S. Steel montaient régulièrement de \$ 2 à \$ 3 par séance et se sont élevées, au cours de ces deux mois, de 189 1/2 à 260 1/2 dollars; d'autres valeurs syndicales ont également accusé au cours des périodes, souvent fort prolongées, des fluctuations, dans le sens unique de la hausse, de l'ordre de 5 dollars par jour. L'exemple le plus frappant à cet égard est celui des actions Radio-Corporation, dont la valeur a quintuplé en neuf mois et demi; elles ont passé, du 20 février au 5 décembre 1928, de 85 1/4 à 490 dollars. En 1929, après la division en 5 de l'action ancienne, les cours ont atteint au plus haut 114 dollars, correspondant à 570 pour l'action avant la division; ils sont retombés lors de la baisse en novembre à 28 dollars, soit 140 dollars pour l'action ancienne. Il faut noter que depuis la création de la société en 1919, aucun dividende n'a jamais été distribué sur ces actions.

Parmi les facteurs qui ont surtout favorisé l'action des syndicats, il faut notamment citer la pratique des distributions d'actions et la politique de concentration des grandes sociétés américaines.

La distribution des dividendes en actions (stock-dividends), ou la subdivision des actions anciennes en coupures de valeur nominale moindre, a été très fréquemment employée au cours de cette période. Cette opération, qui ne peut évidemment rien changer à la valeur intrinsèque des actions, a néanmoins toujours produit un effet psychologique favorable à la hausse. L'augmentation du nombre des actions diminue le prix unitaire et permet de s'intéresser à la valeur avec une mise de fonds moins considérable. D'autre part, la distribution d'un stock-dividend laisse générale-

ment supposer une augmentation corrélative du dividende normal; par exemple le maintien du dividende unitaire au même taux, malgré l'augmentation du nombre des titres; le cours de l'action nouvelle tend alors à remonter et à se rétablir au niveau de l'action ancienne. L'influence de ce facteur sur l'évolution des cours a été extrêmement forte; on peut notamment citer l'exemple des actions U. S. Steel qui ont monté en 1927 de plus de 40 %, malgré le caractère nettement défavorable des résultats de l'exercice; cette hausse s'explique surtout par la distribution d'un stock-dividend de 40 %.

La politique de concentration industrielle a également exercé une influence dans le sens de la hausse. En effet, comme nous l'avons dit dans le chapitre premier, cette politique a été considérée comme un des facteurs essentiels du progrès économique.

Cette conception optimiste explique le fait que la répercussion normale des concentrations nouvelles en bourse a toujours été la hausse des actions des entreprises intéressées; on croyait pouvoir escompter l'effet favorable de l'opération sur le rendement bénéficiaire des entreprises fusionnées.

Ce résultat boursier étant confirmé par l'expérience, les fusions d'entreprises se sont multipliées au cours des années 1928 et 1929 dans une proportion extrême, et, il est à peine besoin de le dire, que bien souvent en cette matière le mobile principal a été d'ordre boursier.

Ainsi, dans le premier semestre de 1929, on assiste à un véritable foisonnement de fusions parmi les sociétés de services publics (public utilities); l'effet utile de ces fusions, qui englobaient souvent des entreprises exploitant dans des régions fort éloignées l'une de l'autre, n'a pas toujours été certain, mais ces opérations ont eu pour conséquence une montée prodigieuse des cours de cette catégorie d'actions.

L'extension de la spéculation se reflète dans l'accroissement énorme des échanges, aussi bien sur le marché officiel,

le « Stock Exchange », que sur les autres marchés, dont le plus important est le « Curb Market », qui correspond au Marché en Banque à la Bourse de Paris.

## VOLUME DES OPERATIONS A LA BOURSE DE NEW-YORK

*(Négociations en 1.000 titres)*

| Années | Stock Exchange | Curb Market |
|--------|----------------|-------------|
| 1919   | 307.890        |             |
| 1920   | 223.930        |             |
| 1921   | 171.439        |             |
| 1922   | 260.753        |             |
| 1923   | 237.276        |             |
| 1924   | 291.932        |             |
| 1925   | 452.211        |             |
| 1926   | 450.845        |             |
| 1927   | 576.563        | 86.924      |
| 1928   | 919.662        | 221.172     |
| 1929   | 1.124.991      | 477.278     |

L'augmentation des transactions sur les marchés de province a été également considérable ; ainsi, à la Bourse de Chicago, le nombre des titres négociés a passé de 10.696.000 en 1927 à 38.940.000 en 1928 et à 82.216.000 en 1929.

Peu à peu le développement de la spéculation à la hausse a pris des proportions extrêmement considérables. L'atmosphère d'optimisme, qui trouvait son expression dans la hausse continue de la bourse, dont elle subissait à son tour l'effet stimulant, s'est répandue de plus en plus et a provoqué un développement général de l'esprit spéculatif. Même les classes les plus modestes de la population ont été incitées à prendre part aux opérations boursières, qui semblaient réserver des gains rapides et certains et ne présenter que des risques minimes ; en effet, la possibilité de baisse paraissait écartée par

la certitude du développement futur de la prospérité économique.

L'extension de l'esprit spéculatif parmi le public américain a été également favorisée par la possibilité de spéculer à crédit (on margin), libéralement accordée même pour des transactions portant sur des sommes peu importantes ; procédé aisément adopté par les américains, habitués à l'usage des ventes à tempérament.

Cet accroissement de la spéculation à crédit, ainsi que l'élévation des cours des valeurs traitées, a dû évidemment provoquer une augmentation considérable du montant des crédits de bourse ; c'est ainsi que le montant des prêts aux brokers s'est élevé depuis 1927 dans une proportion considérable.

L'ampleur de la hausse peut être mesurée par l'évolution de la valeur globale des actions cotées à la Bourse de New-York, et par les variations de l'indice général des cours.

#### VARIATIONS MENSUELLES DE LA VALEUR DES ACTIONS COTEES AU STOCK EXCHANGE DE NEW-YORK.

(en millions de dollars)

| Années    | 1926   | 1927   | 1928   | 1929   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| Janvier   | 35.179 | 38.609 | 49.145 | 71.060 |
| Février   | 34.533 | 39.966 | 48.484 | 71.872 |
| Mars      | 32.270 | 40.126 | 52.371 | 69.770 |
| Avril     | 33.456 | 40.567 | 54.819 | 73.719 |
| Mai       | 34.128 | 42.529 | 55.735 | 76.921 |
| Juin      | 35.605 | 41.963 | 58.930 | 77.264 |
| Juillet   | 36.786 | 44.909 | 53.728 | 84.232 |
| Août      | 37.115 | 45.531 | 57.385 | 89.668 |
| Septembre | 37.300 | 47.609 | 59.332 | 87.073 |
| Octobre   | 36.296 | 46.028 | 61.075 | 71.725 |
| Novembre  | 37.034 | 48.596 | 66.113 | 63.589 |
| Décembre  | 38.376 | 49.736 | 67.472 | 64.707 |

L'accroissement de la valeur globale des actions cotées de 1927 à 1929 est tout à fait prodigieux. Tandis qu'en 1926, l'augmentation totale n'a été que de 3.197 millions de dollars, le chiffre correspondant pour 1927 est de 11.360 millions ; en 1928, l'accroissement de valeur a atteint 17.736 millions, et, pour les 8 premiers mois de 1929, il s'est élevé à 22.196 millions de dollars. A fin août 1929, la valeur des actions cotées atteignait 89.668 millions, contre seulement 37.115 millions à la même date de 1926, soit une augmentation de près de 150 % au cours de ces années (1).

L'ampleur de la hausse n'a d'ailleurs pas été la même pour les actions de toutes les catégories d'entreprises. Ainsi, notamment, les actions des compagnies de chemins de fer ont monté, dans une proportion sensiblement moins forte que les actions des sociétés industrielles.

L'évolution générale des cours des actions industrielles peut être représentée par les variations de l'indice Dow-Jones, qui donne la moyenne des cours les plus hauts et les plus bas pour les actions de 30 sociétés industrielles les plus importantes des Etats-Unis.

Il semble difficile de suivre en détail le mouvement de hausse, qui, en moins de trois ans, a porté l'indice des cours de moins de 150 à 381, soit une augmentation de plus de 150 %.

Il paraît, d'ailleurs, plus intéressant d'illustrer par quelques exemples les caractéristiques essentielles de ce mouvement.

Le tableau suivant, établi pour quelques valeurs dirigeantes, choisies parmi les diverses branches d'industrie, nous permettra de faire à cet égard des constatations intéressantes. Il comprend l'indication des plus hauts cours, des bénéfices réalisés par action et des taux de rendement correspondants.

---

(1) Il faut toutefois remarquer que l'augmentation de la valeur globale des valeurs cotées ne résulte pas seulement de la hausse des cours, mais également des introductions à la cote d'actions nouvelles. Ce facteur intervient surtout en 1928 et en 1929, lorsque les émissions d'actions nouvelles deviennent nombreuses.

# INDICES DES VALEURS INDUSTRIELLES DOW-JONES

|         | 1919   |        | 1920   |        | 1921   |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|         | Pl. h. | Pl. b. | Pl. h. | Pl. b. | Pl. h. | Pl. b. |
| Janv.   | 83.35  | 79.88  | 109.88 | 101.90 | 76.76  | 72.67  |
| Févr.   | 85.68  | 79.15  | 103.01 | 89.98  | 77.14  | 74.34  |
| Mars    | 89.05  | 84.04  | 104.17 | 91.68  | 77.78  | 72.25  |
| Avril   | 93.51  | 88.84  | 105.65 | 93.16  | 78.86  | 75.06  |
| Mai     | 105.50 | 93.26  | 94.75  | 87.36  | 80.03  | 73.44  |
| Juin    | 107.55 | 99.56  | 93.20  | 90.16  | 73.51  | 64.90  |
| Juillet | 112.23 | 107.16 | 94.51  | 86.85  | 69.86  | 67.25  |
| Août    | 107.99 | 98.46  | 87.29  | 83.20  | 69.93  | 63.90  |
| Sept.   | 111.42 | 104.99 | 89.95  | 82.95  | 71.93  | 66.83  |
| Oct.    | 118.92 | 103.90 | 85.73  | 84.00  | 73.93  | 69.46  |
| Nov.    | 119.62 | 103.60 | 85.48  | 73.12  | 78.01  | 73.44  |
| Déc.    | 107.97 | 103.55 | 77.63  | 66.75  | 81.50  | 78.12  |

  

|         | 1922   |        | 1923   |        | 1924   |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|         | Pl. h. | Pl. b. | Pl. h. | Pl. b. | Pl. h. | Pl. b. |
| Janv.   | 82.95  | 78.59  | 99.42  | 96.66  | 100.66 | 94.88  |
| Févr.   | 85.81  | 81.68  | 103.90 | 97.71  | 101.31 | 96.33  |
| Mars    | 89.05  | 85.33  | 105.38 | 102.36 | 98.86  | 92.28  |
| Avril   | 93.46  | 89.08  | 102.70 | 98.38  | 94.69  | 89.18  |
| Mai     | 96.41  | 91.50  | 98.19  | 92.77  | 92.47  | 88.33  |
| Juin    | 96.36  | 90.73  | 97.24  | 87.85  | 96.37  | 89.18  |
| Juillet | 97.05  | 92.90  | 91.72  | 86.91  | 102.14 | 96.38  |
| Août    | 100.78 | 96.21  | 93.70  | 87.20  | 105.57 | 101.51 |
| Sept.   | 102.05 | 96.20  | 93.61  | 87.89  | 101.95 | 100.76 |
| Oct.    | 103.43 | 96.11  | 90.45  | 85.76  | 104.08 | 99.18  |
| Nov.    | 99.52  | 92.03  | 92.88  | 88.41  | 111.38 | 103.89 |
| Déc.    | 99.22  | 95.03  | 95.61  | 92.64  | 120.51 | 110.44 |

|         | 1925   |        | 1926   |        | 1927   |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Janv.   | 123.60 | 119.46 | 159.10 | 133.20 | 156.56 | 152.73 |
| Février | 122.86 | 117.96 | 162.31 | 154.45 | 161.96 | 154.31 |
| Mars    | 125.68 | 115 *  | 153.13 | 135.20 | 161.78 | 158.41 |
| Avril   | 122.02 | 117.40 | 144.83 | 136.27 | 167.36 | 160.66 |
| Mai     | 129.95 | 121.10 | 143.43 | 137.16 | 172.96 | 164.55 |
| Juin    | 131.01 | 126.75 | 154.03 | 142.30 | 171.98 | 165.73 |
| Juillet | 136.50 | 131.33 | 160.58 | 153.01 | 182.61 | 168.06 |
| Août    | 143.18 | 134.45 | 166.64 | 160.41 | 190.63 | 177.13 |
| Sept.   | 147.73 | 137.22 | 166.10 | 156.26 | 198.97 | 191.56 |
| Oct.    | 156.52 | 144.77 | 159.69 | 145.56 | 199.78 | 179.78 |
| Nov.    | 159.39 | 148.18 | 157.37 | 150.51 | 198.21 | 181.65 |
| Déc.    | 157.01 | 152.11 | 161.86 | 156.65 | 202.40 | 193.58 |

|         | 1928   |        | 1929   |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| Janvier | 203.35 | 194.50 | 317.51 | 296.98 |
| Février | 199.35 | 191.33 | 322.06 | 295.85 |
| Mars    | 214.45 | 194.53 | 321.19 | 296.51 |
| Avril   | 216.93 | 207.94 | 319.29 | 299.13 |
| Mai     | 220.88 | 211.73 | 327.08 | 293.42 |
| Juin    | 220.96 | 201.96 | 333.79 | 299.12 |
| Juillet | 216.62 | 205.10 | 347.70 | 335.82 |
| Août    | 240.41 | 214.08 | 380.33 | 337.99 |
| Sept.   | 241.72 | 236.86 | 381.17 | 343.45 |
| Octob.  | 257.13 | 237.75 | 352.86 | 230.07 |
| Nov.    | 295.62 | 254.16 | 257.68 | 198.69 |
| Déc.    | 300.00 | 257.33 | 263.46 | 230.89 |

# COURS, BENEFICES ET RENDEMENT DE QUELQUES VALEURS AMERICAINES

| Années | General Motors          |                              |                | U.S. Steel              |                              |                | General Electric        |                              |                |
|--------|-------------------------|------------------------------|----------------|-------------------------|------------------------------|----------------|-------------------------|------------------------------|----------------|
|        | Cours<br>pl. haut<br>\$ | Bénéfice<br>par action<br>\$ | Rendement<br>% | Cours<br>pl. haut<br>\$ | Bénéfice<br>par action<br>\$ | Rendement<br>% | Cours<br>pl. haut<br>\$ | Bénéfice<br>par action<br>\$ | Rendement<br>% |
| 1922   | 8,1                     | 1,05                         | 12,9           | 79                      | —                            | —              | —                       | —                            | —              |
| 1923   | 9,3                     | 1,50                         | 16,1           | 78,5                    | 11,8                         | 15,1           | —                       | —                            | —              |
| 1924   | 9                       | 1,15                         | 12,8           | 86                      | 8,5                          | 9,8            | 80                      | 5,92                         | 7,4            |
| 1925   | 20                      | 2,80                         | 14             | 99                      | 9,4                          | 9,5            | 84                      | 5,48                         | 6,52           |
| 1926   | 34                      | 4,36                         | 12,8           | 114                     | 12,9                         | 11,3           | 95                      | 6,49                         | 6,83           |
| 1927   | 56                      | 5,19                         | 9,7            | 160                     | 8,8                          | 5,5            | 147                     | 6,75                         | 4,59           |
| 1928   | 87                      | 6,14                         | 7,07           | 172                     | 12,5                         | 7,27           | 221                     | 7,67                         | 3,47           |
| 1929   | 92                      | 5,43                         | 5,90           | 262                     | 21,2                         | 8,09           | 403                     | 8,97                         | 2,22           |

  

| Dupont de Nemours       |                              |                | American Tel. and Tel.  |                              |                | Coty Inc.               |                              |                |
|-------------------------|------------------------------|----------------|-------------------------|------------------------------|----------------|-------------------------|------------------------------|----------------|
| Cours<br>pl. haut<br>\$ | Bénéfice<br>par action<br>\$ | Rendement<br>% | Cours<br>pl. haut<br>\$ | Bénéfice<br>par action<br>\$ | Rendement<br>% | Cours<br>pl. haut<br>\$ | Bénéfice<br>par action<br>\$ | Rendement<br>% |
| —                       | —                            | —              | 128                     | 9,45                         | 7,38           | —                       | —                            | —              |
| —                       | —                            | —              | 129                     | 11,15                        | 8,61           | —                       | —                            | —              |
| —                       | —                            | —              | 135                     | 11,31                        | 8,38           | —                       | —                            | —              |
| —                       | —                            | —              | 145                     | 11,79                        | 8,13           | 15                      | 1,91                         | 12,7           |
| 52                      | 3,99                         | 7,67           | 151                     | 11,95                        | 7,91           | 15,5                    | 2,24                         | 14,5           |
| 98                      | 4,41                         | 4,50           | 185                     | 11,76                        | 6,36           | 31                      | 2,55                         | 7,23           |
| 144                     | 6,27                         | 4,35           | 211                     | 12,11                        | 5,74           | 78                      | 3,09                         | 3,96           |
| 231                     | 7,09                         | 3,07           | 304                     | 12,67                        | 4,17           | 82                      | 2,75                         | 3,35           |

Une première constatation générale, qui se dégage de ce tableau, c'est l'abaissement considérable du taux de rendement à partir de 1927. Tandis que le taux de rendement est resté sensiblement le même de 1922 à 1926, malgré la hausse déjà considérable des actions, il diminue depuis 1927 dans une proportion de plus en plus forte.

Ainsi, le taux de rendement de la General Motors est passé de 12,8 % en 1926 à 5,9 % en 1929 et celui de la General Electric de 6,83 % à 2,22 %. Les chiffres correspondants pour la Dupont de Nemours sont 7,67 et 3,07 % ; pour l'American Telephone & Telegraph, 7,91 % et 4,17 % ; pour Coty Inc., 14,5 % et 3,35 %.

Cette baisse extrêmement considérable du taux de rendement n'a été possible que grâce à la mentalité optimiste du public américain, et à sa ferme croyance dans le développement illimité de la prospérité nationale. Habitué par l'expérience des années précédentes à voir la hausse des cours justifiée par le développement ultérieur des bénéfices, les milieux boursiers américains ont, peu à peu, commencé à substituer à la notion du taux de rendement actuel, celle de la productivité future des titres. Cette notion une fois admise, la pratique d'extrapoler (1), d'après des formules mathématiques, les résultats futurs des sociétés, est rapidement devenue chose courante. Bientôt la Bourse considère le produit de ces calculs, purement théoriques, comme des vérités certaines, et leur accorde plus d'importance qu'aux résultats acquis, qui semblent être dépassés par la marche du progrès dès le moment où ils sont atteints.

Dans ces conditions, on comprend que la baisse progressive du taux de rendement n'a pas tout d'abord exercé une influence modératrice sur l'ardeur spéculative des acheteurs de titres. On peut dire que le proverbe, « mieux vaut

---

(1) La pratique des extrapolations a été lancée récemment à la Bourse de Paris à l'occasion d'une campagne de spéculation un peu analogue à celle d'Amérique.

un tiens que deux tu l'auras » a rarement été aussi peu suivi que dans la période envisagée.

D'ailleurs, la baisse du taux de rendement, dans la mesure où elle éveillait tout de même des appréhensions, trouvait des justifications qui semblaient plausibles.

On affirmait notamment que la situation des Etats-Unis, qui étaient avant la guerre un pays à taux d'intérêt élevés, s'était depuis radicalement modifiée. Autrefois, pays emprunteur, devant attirer les capitaux étrangers, ils sont devenus un pays prêteur, cherchant à placer l'excédent de ses capitaux à l'étranger ; il peut donc paraître normal que le taux de l'argent y soit moins élevé que dans les nouveaux pays emprunteurs.

Cet argument ne manque certainement pas de valeur, mais il ne suffit guère pour justifier à lui seul la baisse considérable du taux de rendement qui s'est produite au cours des années 1927 à 1929. Cette conception méconnaît singulièrement, d'ailleurs, les mobiles stimulants de la hausse américaine après 1927, qui a été provoquée, non point par le rajustement des cours au taux général de capitalisation, mais par l'espoir des plus-values, résultant des progrès continus de la prospérité américaine.

On a prétendu, d'autre part, dans la presse financière, que la surabondance des capitaux sur le marché, telle qu'on a pu l'observer en 1927, devait nécessairement entraîner la hausse des cours.

Cette affirmation, qui constitue une application de la théorie quantitative de la monnaie sur le marché des actions, ne nous paraît guère soutenable. En effet, en dehors des nombreuses objections qu'on peut opposer à la théorie elle-même, il y a lieu de remarquer que le marché des actions n'est pas un marché fermé ; il est en relations étroites avec les autres compartiments du marché des capitaux et même du marché monétaire, et les taux sur ces divers marchés sont généralement en rapport plus ou moins constant. Une modification importante du taux de rendement des actions

aurait dû exercer une influence correspondante sur les autres marchés. Or, à partir de 1927, c'est le contraire qui s'est produit ; tandis que le taux de rendement des actions s'abaissait constamment, les taux s'élevaient dans une proportion considérable sur les marchés des obligations et de l'argent à court terme.

L'explication de cette disparité des taux sur des marchés pourtant contigus, est fournie par le fait que l'évolution du marché des actions a été déterminée, comme nous venons, d'ailleurs, de le dire, non pas par le niveau trop élevé du taux de rendement, mais par l'espoir de plus-values, facteur qui ne joue pour les actions.

Le tableau (page 66) donne également lieu à quelques observations relatives à l'évolution des cours.

Tout d'abord, on voit que la progression des cours n'a pas eu la même envergure pour toutes les catégories d'industries. Comme il est facile à comprendre, la hausse des actions appartenant à des industries dont l'essor a été particulièrement brillant, a été plus forte que pour la moyenne générale des industries.

Ainsi, les valeurs d'automobiles se sont élevées dans des proportions extraordinaires, leur hausse a été, d'ailleurs, stimulée par un facteur temporaire, l'arrêt des usines Ford en 1927 et 1928, grace à quoi les sociétés concurrentes ont vu leur marché s'élargir et ont pu réaliser des bénéfices particulièrement élevés. Sans bénéficier de conditions aussi exceptionnellement favorables, les valeurs d'appareillage électrique, favorisées par l'électrification croissante du pays et par l'extension des usages domestiques de l'électricité, les valeurs de parfumerie, profitant de l'extension de l'emploi des produits de beauté par la population féminine, et beaucoup d'autres ont accusé une progression à peine moins forte.

Progressivement, la hausse s'est étendue à d'autres groupes d'industries pour lesquelles elle avait à l'origine moins de raisons d'être. Vers la fin de cette période, le mou-

vement de hausse s'est tellement généralisé qu'on commençait à croire que les cours de toutes les actions devaient nécessairement s'élever à un rythme à peu près égal. Il suffisait souvent de constater, que les actions des sociétés d'un groupe d'industries quelconque n'avaient pas progressé depuis quelque temps, pour provoquer immédiatement une campagne de hausse, et pour réaliser ainsi le rajustement des cours de ces actions au niveau général.

C'est ainsi, qu'au cours des deux ans et demi de hausse, les groupes favorisés sont revenus à tour de rôle. Les valeurs d'automobiles, qui ont été les premières à guider le mouvement, ont surtout monté en 1927 et dans la deuxième semestre de 1928 ; en 1929, le marché a suivi les valeurs des Public Utilities (électricité, gaz, téléphone) et de la métallurgie ; puis, vers la fin de la période de hausse, les actions des chemins de fer et les actions pétrolifères ont pris la tête du mouvement.

## CHAPITRE QUATRIEME

### LA LUTTE DES FEDERAL RESERVE BANKS AVEC LA SPECULATION ET L'AUGMENTATION DES AVANCES AUX BROKERS.

Le développement de la spéculation boursière et l'augmentation du montant des avances aux brokers, qui en a été la conséquence, n'ont pas manqué d'éveiller les appréhensions des Banques Fédérales, inquiètes de ces résultats inattendus de leur politique de crédit à bon marché.

Ces inquiétudes semblaient paraître d'autant plus légitimes que le caractère brutal et desordonné de la hausse boursière était en contradiction absolue avec la tendance de rationalisation et de stabilisation des facteurs économiques, dont s'inspirait la politique industrielle et bancaire des Etats-Unis. On craignait, et non sans raison, qu'un développement trop intensif de la spéculation boursière faussât le rythme de progrès, jusque-là harmonieux, de l'économie américaine.

Aussi, dès le début de 1928, le Federal Reserve Board décide un revirement de la politique antérieure ; la Banque de New-York élève la première son taux d'escompte à 4 % le 3 Février 1928 et les Banques Fédérales procèdent à des ventes de titres sur le marché, devant compenser l'effet des achats effectués au cours de la période d'extension de crédit.

Ainsi, de Janvier à Juin 1928, le montant des ventes

s'est élevé à 417 millions de dollars ; les achats effectués au cours de la période précédente, d'Août 1927 à Janvier 1928, ont porté sur 370 millions de dollars.

Toutefois, cette politique de restriction de crédits, accentuée encore par deux augmentations successives du taux d'escompte, porté à 4 1/2 % le 13 Mai 1928 et à 5% le 13 Juillet 1928 par la Banque Fédérale de New-York, n'a pas obtenu les résultats qu'on pouvait en espérer.

Le mouvement de hausse avait déjà pris une envergure trop grande pour pouvoir être arrêté par des mesures de cette nature. L'élévation des taux de crédit, de même que l'abaissement des taux qui l'avait précédé, tant qu'ils restaient dans les limites assez étroites, ne pouvaient constituer des facteurs sérieux que pour la spéculation professionnelle des pools. Mais, au moment où la politique nouvelle des Banques Fédérales est entrée en jeu, la hausse avait dépassé le cadre d'un mouvement purement professionnel, et l'appât des bénéfices qu'on voyait se réaliser quotidiennement par l'élévation continue des cours constituait pour des milieux de plus en plus larges un attrait des plus puissants, qui ne pouvait être contrebalancé par un relèvement, d'ailleurs modéré, du taux des crédits de bourse.

D'ailleurs, même pour les spéculateurs professionnels des pools, l'ampleur de la hausse et l'importance des bénéfices réalisés dans un laps de temps très court, ont permis de reléguer au second plan la question du taux des crédits.

L'action des Banques Fédérales aurait pu, tout de même, avoir un succès réel, si les mesures prises avaient eu pour résultat de restreindre effectivement la quantité des crédits mis à la disposition du marché. Toutefois, à cet égard, la politique des Banques Fédérales a essuyé un échec complet et malgré l'élévation sensible du taux des crédits de bourse, déterminée par la restriction de crédit (le taux des avances aux brokers s'est élevé déjà en Juillet 1928 à 8 %), l'abondance des fonds mis à la disposition du marché n'a pas été diminuée.

En effet, l'action des Banques Fédérales n'a pu avoir

une influence directe que sur les prêts consentis au marché par les banques affiliées et particulièrement par les grandes banques de New-York. Elle a effectivement réussi à arrêter l'augmentation de ces prêts, puis à en réduire le montant. Mais les Banques Fédérales n'ont pu exercer aucune influence sur les autres sources de crédit, c'est à dire, sur les prêts accordés par les banques de province (out-of town banks) et surtout sur les fonds provenant des prêteurs divers, banques étrangères, sociétés industrielles et particuliers.

La hausse considérable du taux des avances aux brokers, qui s'est produite en raison de la politique restrictive des Banques Fédérales, a exercé un attrait puissant sur les fonds disponibles de sources diverses. Le taux du call-money se tenant la plupart du temps entre 8 et 14 %, le placement en prêts aux brokers est devenu extrêmement avantageux ; aussi de nombreuses sociétés industrielles et même des particuliers aisés ont profité de ces avantages en plaçant en crédits de bourse une grande partie de leurs disponibilités.

L'évolution des avances de diverses sources peut être suivie à l'aide des statistiques hebdomadaires établies par la Banque Fédérale de New-York et que nous reproduisons ci-dessous.

On constate, d'après ce tableau, d'abord la progression énorme du montant total des avances aux brokers, qui se sont élevées de 2.730 millions en février 1927, à 3.810 millions au début de 1928, à 5.330 millions au début de 1929 et à 6.804 millions à fin septembre 1929, chiffre le plus élevé atteint (1).

---

(1) Les statistiques de la Banque Fédérale de New-York, qui ne tiennent pas compte des prêts accordés aux brokers en dehors de l'intermédiaire des banques, sont d'ailleurs fort incomplètes. Le Stock Exchange de New-York publie des statistiques mensuelles des prêts de toute sorte accordés à ses membres. D'après ces statistiques, le montant des prêts, qui a été de 3.139 millions en février 1927, s'est élevé à 4.432 millions en janvier 1928, à 6.440 millions au début de 1929, et à 8.549 millions à fin septembre 1929. Compte tenu des crédits accordés aux membres du Curb Market, le montant maximum des avances aux brokers a dû dépasser 10 milliards de dollars.

**AVANCES AUX BROKERS**  
accordées par l'intermédiaire des Banques affiliées de New-York  
(en millions de dollars)

| Années | AVANCES pour<br>leur propre compte | Pour le compte<br>des Banques prov. | Pour le compte<br>de prêteurs divers | TOTAL |
|--------|------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|-------|
| 1926   |                                    |                                     |                                      |       |
| Janv.  | 1.338                              | 1.239                               | 564                                  | 3.141 |
| Févr.  | 1.221                              | 1.280                               | 590                                  | 3.091 |
| Mars   | 1.149                              | 1.343                               | 617                                  | 3.109 |
| Avr.   | 1.027                              | 1.098                               | 565                                  | 2.690 |
| Mai    | 886                                | 1.044                               | 535                                  | 2.465 |
| Juin   | 893                                | 965                                 | 573                                  | 2.431 |
| Juil.  | 1.103                              | 883                                 | 579                                  | 2.565 |
| Août   | 934                                | 1.015                               | 653                                  | 2.602 |
| Sept.  | 941                                | 1.073                               | 717                                  | 2.731 |
| Oct.   | 1.010                              | 1.112                               | 691                                  | 2.813 |
| Nov.   | 801                                | 1.051                               | 750                                  | 2.602 |
| Déc.   | 883                                | 1.026                               | 737                                  | 2.646 |
| 1927   | 1.008                              | 1.022                               | 758                                  | 2.788 |
| Janv.  | 885                                | 1.124                               | 721                                  | 2.730 |
| Févr.  | 922                                | 1.070                               | 821                                  | 2.813 |
| Mars   | 942                                | 1.046                               | 816                                  | 2.803 |
| Avr.   | 936                                | 1.143                               | 804                                  | 2.883 |
| Mai    | 1.076                              | 1.134                               | 852                                  | 3.062 |
| Juin   | 1.132                              | 1.144                               | 842                                  | 3.118 |
| Juil.  | 1.110                              | 1.189                               | 873                                  | 3.172 |
| Août   | 1.046                              | 1.223                               | 915                                  | 3.184 |
| Sept.  | 1.175                              | 1.297                               | 923                                  | 3.395 |
| Oct.   | 1.083                              | 1.279                               | 1.009                                | 3.371 |
| Nov.   | 1.277                              | 1.270                               | 964                                  | 3.511 |
| Déc.   |                                    |                                     |                                      |       |

|      |       |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1928 | Janv. | 1.511 | 1.371 | 928   | 3.810 |
|      | Févr. | 1.267 | 1.497 | 1.052 | 3.816 |
|      | Mars  | 1.149 | 1.424 | 1.149 | 3.722 |
|      | Avr.  | 1.265 | 1.500 | 1.215 | 3.980 |
|      | Mai   | 1.329 | 1.586 | 1.366 | 4.281 |
|      | Juin  | 1.219 | 1.608 | 1.642 | 4.469 |
|      | Juil. | 1.132 | 1.511 | 1.664 | 4.307 |
|      | Août  | 928   | 1.498 | 1.833 | 4.259 |
|      | Sept. | 793   | 1.535 | 1.907 | 4.235 |
|      | Oct.  | 930   | 1.682 | 1.958 | 4.570 |
|      | Nov.  | 1.021 | 1.732 | 2.154 | 4.907 |
|      | Déc.  | 1.235 | 1.768 | 2.287 | 5.290 |
| 1929 | Janv. | 1.516 | 1.648 | 2.166 | 5.330 |
|      | Févr. | 1.091 | 1.853 | 2.615 | 5.559 |
|      | Mars  | 1.090 | 1.693 | 2.724 | 5.507 |
|      | Avr.  | 1.021 | 1.652 | 2.889 | 5.562 |
|      | Mai   | 979   | 1.676 | 2.876 | 5.532 |
|      | Juin  | 773   | 1.540 | 2.975 | 5.288 |
|      | Juil. | 1.255 | 1.580 | 2.934 | 5.769 |
|      | Août  | 1.205 | 1.696 | 3.058 | 5.960 |
|      | Sept. | 1.103 | 1.784 | 3.467 | 6.354 |
|      | Oct.  | 1.071 | 1.826 | 3.907 | 6.804 |
|      | Nov.  | 2.069 | 1.026 | 2.443 | 5.538 |
|      | Déc.  | 791   | 680   | 1.921 | 3.392 |

Cette progression se répartissait d'une façon très inégale sur les différentes sources de prêts. Les avances faites par les banques de New-York avaient considérablement augmenté au cours de la période d'argent facile, en passant de 885 millions en février 1927 à 1.511 millions en janvier 1928 ; après le revirement de la politique des Banques Fédérales elles ont été sensiblement réduites, et sont depuis restées, sauf quelques fluctuations, à environ un milliard, soit sans grand changement par rapport au début de la période. Les prêts des banques de province ont été moins sensibles à l'impulsion donnée par les Banques Fédérales, ils ont progressé de 1.124 millions en février 1927 à 1.280 en février 1928 et à 1.826 millions en septembre 1929. Mais la progression la plus forte s'est produite dans la catégorie de prêts classés sous la rubrique de « Divers », qui ont passé de 721 millions en février 1927 à 1.052 millions en février 1928, à 2.166 millions au début de 1929 et à 3.907 millions au plus haut en septembre 1929.

Tandis qu'en 1927, les prêts des Divers atteignaient à peine le quart du montant total des avances aux brokers, leur quote part a augmenté en 1929 jusqu'à 60 %. L'augmentation des prêts des Divers s'est surtout produite depuis le commencement de l'action restrictive des Banques Fédérales ; en effet, le renchérissement de crédit provoqué par cette politique a attiré l'afflux sur le marché des disponibilités non bancaires, dont l'apport a plus que compensé le retrait des capitaux des banques affiliées.

Ce résultat de l'action des Banques Fédérales peut être considéré comme d'autant plus défavorable que les capitaux non bancaires, qui sont venus se substituer aux prêts consentis par les banques, étaient loin de présenter la stabilité de ces derniers. Constitués dans la proportion d'au moins 90 % de prêts à vue, ils ont mis le marché devant la menace permanente d'un retrait massif de fonds, toujours possible.

Malgré l'échec évident de leur lutte contre la spéculation boursière, les Banques Fédérales, après l'augmentation à

5 % de leur taux d'escompte, sont demeurées dans l'inaction pendant plus d'un an, tandis que la hausse des valeurs continuait son développement et que le montant des avances aux brokers augmentait de semaine en semaine.

Les raisons de cette inaction, qui peut sembler incompréhensible, et qui a été beaucoup critiquée, ont été surtout d'ordre politique.

En effet, la politique monétaire des Banques Fédérales et de leur organe central, le Federal Reserve Board, se heurtait à la résistance de deux tendances opposées, ce qui tendait évidemment à paralyser toute action énergique.

Tout d'abord, les mesures de restriction de crédit étaient violemment attaquées par les milieux ruraux. La crise agricole, qui se perpétuait au milieu de la prospérité générale des autres branches de l'économie nationale, avait créé un état de mécontentement très aigu, qui se manifestait à propos de toute mesure pouvant réagir défavorablement sur la situation de l'agriculture. C'est ainsi que, malgré l'animosité extrême des représentants des Etats agricoles contre la spéculation boursière, ils combattaient le projet d'une élévation du taux d'escompte et s'indignaient à l'idée que, pour réprimer les excès des spéculateurs de Wall Street, il fallait également restreindre le crédit aux agriculteurs du Middle-West, déjà assez durement éprouvés.

Les représentants de ces idées s'inquiétaient évidemment du développement de la spéculation boursière ; toutefois les mesures qu'ils proposaient pour la combattre étaient généralement d'une application trop difficile.

Ainsi, ils voulaient bien arrêter l'augmentation des crédits de bourse et empêcher notamment l'absorption par la spéculation des disponibilités des districts ruraux, dont l'afflux au marché du call-money se manifestait dans l'augmentation des avances aux brokers consenties par les banques de province. Mais, pour atteindre ce but, ils proposaient de restreindre les facultés de réescompte des Banques Fédérales, en les obligeant à procéder à une discrimination sévère entre les

banques affiliées, et à refuser des crédits aux institutions qui plaçaient les fonds obtenus au moyen du réescompte sur le marché des prêts aux brokers; ce qui n'était guère compatible avec le caractère général des Banques Fédérales.

L'opposition la plus forte à la politique des Banques Fédérales venait d'ailleurs du côté opposé, soit des spéculateurs de bourse et de tous ceux qui profitaient de la hausse.

En effet, la hausse continue des valeurs s'était pleinement incorporée dans le cadre général de la prospérité économique et paraissait être indissolublement liée à cette dernière, qu'elle avait d'ailleurs puissamment stimulée. (1).

Dans ces conditions, on comprend que toute mesure entreprise en vue de freiner le mouvement de hausse et de modérer l'activité spéculative, provoquait l'opposition de tous ceux qui escomptaient la continuation infinie de la hausse et de la prospérité, et on pouvait ranger dans cette catégorie la majorité de la population américaine.

Dans un pays comme les Etats-Unis, où la prospérité nationale constitue une sorte d'idole sacrée, il fallait une forte dose de courage moral pour toucher à cette prospérité, en réprimant la spéculation, même si l'on était certain que les excès de la hausse engendraient des conséquences fatales. C'était se vouer à une impopularité immédiate, sans avoir la certitude que le cours des événements apporterait la justification décisive des mesures prises : même en cas de réussite, si l'arrêt de la hausse provoquait un ralentissement de l'activité économique, on ne manquerait pas d'en accuser l'action des Banques Fédérales, sans prendre en considération les conséquences beaucoup plus graves qu'aurait eues leur inaction. Il faut dire, d'ailleurs, que les dirigeants des Banques Fédérales, et notamment les membres du Federal Reserve

---

(1) Ainsi, il est certain que le développement de l'activité économique au cours du deuxième semestre de 1928 et du premier semestre de 1929, qui a eu lieu malgré des conditions mondiales déjà peu favorables, telles que la baisse de nombreuses matières premières, s'explique surtout par l'effet de la hausse boursière.

Board, n'ont pas fait preuve dans leur politique de ce courage moral, ainsi que l'atteste notamment le témoignage de M. Paul Warburg, un des fondateurs du Federal Reserve System.

Ainsi s'expliquent les hésitations nombreuses de la politique du Federal Reserve Board, compliquée encore par les divergences de vue qui s'étaient élevées entre cet organisme et la Banque Fédérale de New-York.

C'est ainsi qu'au cours du deuxième semestre de l'année 1928 et des premiers mois de 1929, les Banques Fédérales sont demeurées inactives malgré l'augmentation continuelle des avances aux brokers et la tension croissante des taux du call-money, qui s'étaient élevés jusqu'à 12 % dès le mois de décembre 1928.

En février 1929, la Banque d'Angleterre, gênée par la tension monétaire internationale, qui commençait à se manifester par suite de la spéculation boursière américaine, était obligée de relever son taux d'escompte de 4 1/2 à 5 1/2 %. La Banque Fédérale de New-York, voulant imiter cet exemple, demanda au Federal Reserve Board l'autorisation d'élever son taux d'escompte de 5 à 6 % ; après une longue discussion, cette autorisation lui fut refusée.

Au lieu de procéder à une augmentation du taux d'escompte, le Federal Reserve Board a essayé d'influencer le marché en publiant une déclaration attirant l'attention des banques sur le danger présenté par le développement incessant de la spéculation et des crédits de bourse. Cette déclaration, non suivie de mesures effectives, n'a eu, d'ailleurs, qu'un effet éphémère ; les cours et les avances aux brokers ont bientôt repris leur mouvement ascendant.

Une déclaration analogue faite au mois d'avril 1929 n'a pas eu plus de succès.

Ce n'est qu'au mois d'août 1929, alors que le développement de la spéculation et la tension des taux des avances aux brokers avaient pris des proportions inquiétantes, que le Federal Reserve Board se résolut à prendre une décision

devenue inévitable ; le 9 août la Banque Fédérale de New-York était autorisée à relever son taux d'escompte de 5 à 6 %.

Mais, en même temps qu'elle procédait à ce rajustement, la Banque Fédérale de New-York a pris une autre mesure, destinée à compenser les effets fâcheux que l'augmentation du taux d'escompte aurait pu avoir sur le commerce et l'industrie : son taux officiel d'achat des acceptations bancaires a été ramené de 5 1/4 à 5 1/8 %.

Il y avait de multiples raisons pour favoriser ainsi les crédits d'acceptations. Tout d'abord, l'état du marché des acceptations, comparé à celui de l'escompte commercial, a été au cours des mois précédents tout à fait anormal. Les taux appliqués aux acceptations n'avaient pas été maintenus à un niveau artificiellement bas, comme le taux d'escompte ; et s'étaient donc adaptés aux taux courants du marché ; en conséquence, le taux des acceptations était à ce moment plus élevé que celui auquel on pouvait escompter des effets de commerce ordinaires. La double décision de la Banque Fédérale de New-York est venue rétablir la relation normale entre les différents taux.

Un autre motif, également important, a été le désir de maintenir l'importance du marché d'acceptations de New-York qui avait pris un développement extrêmement considérable au cours des années précédentes, et que les taux trop élevés défavorisaient par rapport à la concurrence de Londres, Paris et Amsterdam.

Enfin, il paraissait particulièrement opportun, au moment du financement de la récolte, de favoriser ce mode de crédit, qui était surtout employé pour l'exportation des produits agricoles ; on comptait ainsi pouvoir apaiser la résistance des milieux ruraux et de tous ceux qui prétendaient qu'un resserrement de crédit devait nuire à la marche générale des affaires.

Les Banques Fédérales croyaient pouvoir établir ainsi une discrimination entre les besoins légitimes du commerce,

qu'on voulait ne pas gêner, et la spéculation, qu'on espérait pouvoir maîtriser.

Mais les résultats de cette mesure n'ont pas répondu aux prévisions ; la hausse du taux d'escompte qui, appliquée brutalement, aurait pu peut-être exercer une influence modératrice durable sur la spéculation, n'a pu avoir qu'un effet passager, et a été compensé par l'abaissement simultané du taux d'achat des acceptations.

La double mesure appliquée par la Banque Fédérale de New-York supposait l'existence d'une barrière infranchissable entre le marché des acceptations commerciales et celui des crédits de bourse, de sorte que, les faveurs consenties au premier, ne profitassent à l'autre.

Mais, cette cloison étanche, à l'abri de laquelle on a inauguré la politique de discrimination de crédit, n'a pas été suffisamment forte pour empêcher l'afflux des fonds, obtenus plus facilement sous la forme d'acceptations, sur le marché des avances aux brokers. Les taux du call-money demeuraient toujours assez élevés pour drainer tous les capitaux disponibles, et les Banques Fédérales n'avaient pas de moyens efficaces pour empêcher le placement du produit des ventes d'acceptations en avances aux brokers.

C'est ainsi que, dans les deux mois qui suivirent l'action de la Banque de New-York, le montant des avances aux brokers avait augmenté dans une proportion aussi considérable que celui des acceptations acquises.

Les mesures de restriction prises en août 1929 n'ont donc, pas plus que celles prises précédemment, abouti à arrêter la progression du montant des crédits de bourse. Même, fait extraordinaire, au cours des deux mois suivants la tension du call-money s'est plutôt atténuée. Les taux demeurent toujours à un niveau élevé, mais les fluctuations deviennent moins fortes et l'afflux des fonds devient plus abondant et plus régulier. Cette anomalie semble pouvoir être expliquée, aussi bien par la baisse du taux des acceptations que, surtout, par le fléchissement de l'activité économi-

que qu'on observe à partir de la première quinzaine de septembre, fléchissement qui a pu libérer des disponibilités, dont une partie est venue s'employer sur le marché du call-money.

L'échec total de la politique des Banques Fédérales dans la lutte contre les excès de la spéculation au cours de la période 1928-29 apparaît ainsi manifeste, et les nombreuses critiques qu'on a formulées de tous les côtés semblent donc pouvoir être justifiées.

A ce sujet, il y a lieu de se demander, si, comme beaucoup de bons esprits l'affirment, l'échec des Banques Fédérales doit être imputé à leur politique de la monnaie dirigée et nous autorise à la condamner définitivement. Il est difficile de se prononcer sur ce point. On a pu dire, et les partisans de la politique de la monnaie dirigée ne s'en privent pas, que les Banques Fédérales n'ont pas fait preuve d'une énergie suffisante dans l'application des principes de leur politique ; dans ce cas, comme le dit notamment M. Warburg, l'échec de la politique des Banques Fédérales serait plutôt imputable à l'incapacité des hommes et à l'imperfection des méthodes employées qu'à une erreur de la théorie.

La lutte des Banques Fédérales contre la spéculation, et la politique d'argent cher qui a été inaugurée à cet effet, ont exercé une influence des plus importantes sur l'évolution des conditions monétaires en Europe.

La détente monétaire de 1927 a été très favorable à l'économie européenne ; elle a notamment permis aux banques centrales de France, d'Angleterre et d'Allemagne de renforcer considérablement leur stock d'or et de décider plusieurs abaissements de leurs taux d'escompte. Enfin, des emprunts importants ont pu être conclus aux Etats-Unis par de nombreux pays européens, notamment l'Allemagne, et ont contribué à consolider la position économique des pays emprunteurs.

Le revirement de la politique des Banques Fédérales a eu, évidemment, des effets inverses. Les emprunts européens

aux Etats-Unis, devenus difficiles dans le deuxième semestre de 1928, ont dû cesser à peu près complètement en 1929, en raison des taux d'argent trop élevés et de la désaffection totale du public américain pour les placements à revenu fixe, qui ne présentaient pas l'intérêt spéculatif des actions.

### EMISSIONS DES VALEURS ETRANGERES AUX ETATS-UNIS

|                         | 1927                 | 1928      | 1929       |
|-------------------------|----------------------|-----------|------------|
|                         | ' (en 1.000 dollars) |           |            |
| Total des émissions.... | 7.791.129            | 8.114.396 | 10.194.864 |
| Emissions étrangères... | 1.555.232            | 1.319.168 | 757.838    |
| Canada .....            | 302.277              | 218.367   | 366.326    |
| Autres pays .....       | 1.252.955            | 1.100.801 | 391.512    |

On voit, qu'à l'exception des valeurs du Canada, qu'on peut considérer comme faisant partie du domaine intérieur du marché financier de New-York, les émissions des valeurs étrangères ont diminué dans une proportion extrêmement considérable ; elles ont été en 1929 inférieures au montant de toutes les années précédentes depuis 1923.

Le financement des besoins non satisfaits par le marché de New-York est incombé en grande partie au marché de Londres, le marché de Paris n'étant pas ouvert aux émissions des valeurs étrangères. Toutefois, devant l'importance des besoins, la capacité d'absorption du marché anglais s'est rapidement épuisée, au point même de menacer son stock d'or.

La Banque d'Angleterre se vit donc dans l'obligation d'élever à deux reprises son taux d'escompte, en le portant de 4 1/2 à 5 1/2 % le 13 février 1929, et de 5 1/2 à 6 1/2 % le 26 septembre 1929. Il est évident que cette restriction de crédit a dû porter un grave préjudice à l'industrie britannique, dont la situation était d'ailleurs loin d'être bonne.

Pour l'Allemagne, les conséquences de la restriction internationale de crédit ont été beaucoup plus graves encore. L'économie allemande, privée des crédits qui l'alimentaient au cours des années précédentes, a traversé en 1929 une crise d'une gravité extrême, caractérisée par des faillites retentissantes et par un énorme accroissement du chômage.

Seule la France, en raison de conditions qui lui étaient particulières, échappait à la restriction monétaire internationale.

Le renchérissement de l'argent en Amérique, conséquence de la spéculation et de la politique des Banques Fédérales, a d'ailleurs non seulement arrêté l'afflux des capitaux américains en Europe, il a même déterminé le courant inverse. Les capitaux européens, attirés par les taux élevés pratiqués sur le marché des avances aux brokers, sont venus s'employer à court terme sur le marché de New-York et ont contribué une part importante des avances consenties par les prêteurs divers. On a évalué le montant des capitaux étrangers investis à New-York à plus d'un milliard de dollars.

Ce drainage par la spéculation américaine des capitaux du monde entier a naturellement aggravé encore la pénurie monétaire des pays normalement emprunteurs, comme l'Allemagne, qui se sont vus démunis de leurs dernières disponibilités, ce qui a contribué à accentuer la dépression économique dans ces pays.

L'influence internationale de la spéculation américaine et de la politique restrictive des Banques Fédérales semble donc avoir été extrêmement grave. Cette influence est, d'ailleurs, soulignée par certains économistes qui tendent à attribuer à l'action des Banques Fédérales un rôle plus important et plus néfaste encore.

Ainsi, le célèbre économiste suédois Gustav Cassel affirme, dans un article récent (1), que les Banques Fédérales

---

(1) *Financial Times* du 14 avril 1930.

ont commis une erreur fatale en engageant la lutte contre la spéculation. Leur politique restrictive, qui a provoqué une déflation et une baisse internationale des prix, constitue la cause principale de la crise économique dont se ressent à l'heure actuelle le monde entier.

Il paraît difficile de souscrire intégralement à ces critiques, qui s'inspirent de la théorie quantitative de la monnaie et considèrent les variations du volume de la circulation et des crédits comme les causes génératrices des fluctuations des prix.

D'ailleurs, même en se plaçant au point de vue de l'auteur de ces critiques, sa thèse paraît assez contestable ; en effet, la déflation monétaire internationale a été causée par le développement de la spéculation boursière, qui a été l'origine réelle du renchérissement mondial de crédit. La résistance des Banques Fédérales au courant de hausse n'a été qu'une réaction secondaire, qui a gêné, dans une mesure d'ailleurs insuffisante, le développement spéculatif, et sans laquelle la tension monétaire aurait pu assumer un caractère plus grave encore.

## CHAPITRE CINQUIEME

### LES EMISSIONS DES VALEURS MOBILIERES ET LE ROLE DES INVESTMENT TRUSTS

Dans le chapitre précédent, nous avons pu constater, en suivant l'évolution des avances aux brokers, l'accaparement des disponibilités de l'Amérique et du monde entier par la spéculation boursière, dont l'action sur les capitaux a pu être comparée à celle d'une pompe aspirante.

Il s'agit maintenant de déterminer l'emploi définitif des capitaux qui étaient ainsi absorbés par la Bourse. Prise à la lettre, cette expression n'est pas tout à fait exacte : l'absorption des capitaux par la Bourse est plus apparente que réelle. Chaque opération spéculative dégage du côté du vendeur l'équivalent du capital engagé par l'acheteur ; il n'y a qu'un déplacement de capitaux. En cas de hausse, si la somme à engager par l'acheteur augmente, le montant à recevoir par le vendeur s'accroît dans une proportion correspondante. Le seul changement important qui peut intervenir, c'est le changement de nature des capitaux investis en titres ; par exemple, le remplacement des acheteurs au comptant, opérant avec leurs capitaux propres, par des acheteurs à crédit, opérant avec des capitaux empruntés sur le marché des crédits de bourse.

Ainsi, dans le cas où la quantité de titres demeurerait constante, l'augmentation des avances aux brokers témoignerait simplement du développement de la spéculation à crédit

et de la mauvaise situation technique du marché ; elle ne prouverait pas l'absorption par la Bourse de capitaux frais. La contradiction apparente entre ce qu'on vient de dire, et la forte consommation de capitaux qui a eu lieu au cours de la période de hausse, s'explique par le rôle d'intermédiaire joué par la Bourse dans le placement de ces capitaux, investis dans les nombreuses émissions nouvelles de valeurs mobilières qui ont eu lieu au cours de ces années.

L'augmentation considérable du montant des émissions nouvelles, et notamment des émissions d'actions, a été une des conséquences les plus importantes de la hausse boursière. Grâce à l'élévation des cours, le financement des sociétés par **l'émission d'actions** nouvelles, effectuée généralement avec **une forte prime**, est devenu extrêmement avantageux. Aussi, notamment à partir du deuxième semestre de 1928 et au cours des neuf premiers mois de 1929, de très nombreuses sociétés ont profité de cette situation en procédant à des augmentations de capital, faites en vue d'assainir l'état de leur trésorerie, de rembourser des emprunts obligataires ou simplement, d'augmenter leurs disponibilités.

Le montant des émissions a accusé en conséquence une très forte progression.

L'augmentation, qui, en 1927, année d'argent à bon marché, a surtout porté sur les valeurs à revenu fixe, ne se manifeste en 1928 et en 1929 que pour les actions. Le montant des actions émises en 1929 est égal au quadruple des émissions de 1927 et supérieur au quintuple du montant correspondant de 1926.

D'ailleurs, les statistiques annuelles ne permettent pas de mesurer exactement le maximum des émissions effectivement atteint ; l'activité des émissions s'est élevé à son point culminant au cours de la période octobre 1928 — septembre 1929. Le montant total des émissions au cours de ces 12 mois s'est élevé à 11.174.810.000 dollars, dont seulement 1.534.821.000 d'émissions publiques et 9.639.000 d'émissions privées. Il a été émis 6.750.570.000 dollars d'actions et 2.889.419.000 d'obligations.

# EMISSIONS DES VALEURS AUX ETATS-UNIS

(en mille dollars)

| Années | TOTAL      | Emissions publiques |  | Emissions privées |  | Actions   | Obligations |
|--------|------------|---------------------|--|-------------------|--|-----------|-------------|
|        |            |                     |  |                   |  |           |             |
| 1919   | 3.588.403  | 1.285.074           |  | 2.303.329         |  | 1.455.463 | 847.866     |
| 1920   | 3.634.834  | 924.823             |  | 2.710.011         |  | 1.035.185 | 1.674.823   |
| 1921   | 3.576.738  | 1.753.733           |  | 1.823.005         |  | 269.532   | 1.553.473   |
| 1922   | 4.304.363  | 1.968.629           |  | 2.335.734         |  | 573.506   | 1.762.228   |
| 1923   | 4.304.426  | 1.601.930           |  | 2.702.496         |  | 659.182   | 2.043.314   |
| 1924   | 5.593.180  | 2.270.884           |  | 3.322.296         |  | 829.821   | 2.492.475   |
| 1925   | 6.220.169  | 2.119.444           |  | 4.100.725         |  | 1.211.416 | 2.889.309   |
| 1926   | 6.344.134  | 1.987.131           |  | 4.357.003         |  | 1.180.685 | 3.176.318   |
| 1927   | 7.791.129  | 2.400.121           |  | 5.391.008         |  | 1.509.181 | 3.881.827   |
| 1928   | 8.114.396  | 2.034.794           |  | 6.079.602         |  | 3.070.681 | 3.008.921   |
| 1929   | 10.194.864 | 1.545.424           |  | 8.649.440         |  | 6.098.697 | 2.550.743   |

Cette quantité énorme de valeurs nouvelles, émises à jet continu, a bientôt dépassé la capacité d'absorption du marché.

En effet, si on compare le montant des émissions avec le revenu national, estimé à 90 milliards en 1929, on voit qu'en 1928-29 le rapport des émissions au revenu a été de 12 à 13 %, ce qui constitue une proportion dépassant de beaucoup la faculté d'absorption de l'épargne courante (1).

Le financement des émissions nouvelles a donc dû être effectué en grande partie au moyen des crédits de bourse ; l'activité émettrice est devenue ainsi un des principaux facteurs de l'accroissement continu des avances aux brokers. Le total de ces avances s'est élevé de 5.513.640.000 dollars au 30 septembre 1928 à 8.549.384.000 dollars au 30 septembre 1929 (Statistique du Stock-Exchange). Cette augmentation de plus de 3 milliards de dollars constitue près de 30 % du montant des valeurs nouvelles émises au cours de cette période.

Parmi les émissions d'actions qui ont eu lieu en 1928, et notamment en 1929, il faut faire une place à part aux émissions des Investment Trusts.

Cette forme de société a, effectivement, acquis au cours de cette période une popularité extrême.

Les premiers Investment Trusts ont été créés en Angleterre, et datent de la deuxième moitié du 19<sup>e</sup> siècle. C'étaient des sociétés de gestion de portefeuille, dont l'avantage principal consistait dans l'extrême diversification de leurs placements, créant une division de risques irréalisable pour les portefeuilles privés, même les mieux gérés. En outre, leur organisation perfectionnée, comportant notamment des services d'études spécialisés, et les moyens d'information dont ils disposaient leur permettaient d'effectuer leurs investisse-

---

(1) Il est vrai que la quote-part du revenu épargné aux Etats-Unis a été estimée de 15 à 20 %, mais une partie seulement de l'épargne annuelle est disponible pour les placements en valeurs mobilières.

ments en connaissance de cause, et avec des chances de sécurité plus grandes que les simples particuliers.

Sagement administrées, un des principes fondamentaux de leur gestion a été notamment de ne jamais distribuer des bénéfices provenant de la réalisation de titres ; ces sociétés ont pris en Angleterre, et surtout en Ecosse, un développement assez considérable, et elles ont, en général, donné des résultats très satisfaisants.

L'introduction des Investment Trusts aux Etats-Unis a été assez tardive ; en effet, le caractère peu spéculatif des trusts anglais, dont plusieurs présentaient nettement le caractère de tontines ne convenait pas aux mœurs boursières d'Outre-Atlantique.

Ce n'est qu'au cours de la période spéculative de 1928-29 que les Investment Trusts ont pris aux Etats-Unis un développement extrêmement considérable, à la faveur de circonstances auxquelles cette forme de société était tout particulièrement adaptée.

Tout d'abord, vers la fin de la période de hausse, l'achat de valeurs de toute nature à n'importe quel prix, formule, qui a assuré la fortune des spéculateurs au cours des années précédentes, a paru présenter, même pour les optimistes, des risques sérieux. La nécessité d'une sélection minutieuse des valeurs à acheter s'est donc imposée aux spéculateurs ; c'est alors que l'achat d'actions d'un Investment Trust, qui pouvait effectuer ses placements en connaissance de cause, a paru éluder cette difficulté, tout en offrant aux capitalistes le minimum de risques et le maximum de chances de gain.

Ce raisonnement, habilement propagé, a créé la vogue des Investment Trusts chez le public américain.

Une autre raison, qui a également joué dans la dernière partie de la période de hausse, a déterminé, dans une mesure plus grande encore, le flot des émissions d'Investment Trusts, qui s'est déversé sur le marché de New-York au cours des 9 premiers mois de 1929.

La création d'un Investment Trust est devenue un des

moyens les plus employés par les syndicats à la hausse — les pools. En effet, on commençait déjà à sentir la difficulté de placer les valeurs dans le public à des cours toujours plus élevés. On a donc commencé à interposer entre le public et les titres à placer, un Investment Trust nouvellement créé, qui reprenait le portefeuille-titres du syndicat et dont les actions, émises à un prix élevé, profitaient de l'engouement du public pour cette forme de société. Ce procédé est devenu de pratique courante, et au cours de 1929, la plupart des banques d'affaires et beaucoup de maisons de courtage procédèrent à la création d'Investment Trusts.

Il est évident que ces nouveaux Investment Trusts américains avaient peu de caractères communs avec leurs prototypes anglais; ils ne se conformèrent pas du tout aux principes de gestion prudente établis par ceux-là et présentaient, dans la majorité des cas, un caractère spéculatif nettement déterminé. Ainsi, la distribution des bénéfices sur réalisations du portefeuille, interdite dans les trusts anglais, a été largement pratiquée par les sociétés américaines.

Il faut d'ailleurs remarquer qu'au cours de la période de « boom » des Investment Trusts, bien des sociétés ont adopté cette dénomination sans posséder rien de commun avec les Investment Trusts proprement dits, sinon le fait de gérer également un portefeuille de participations.

Ces sociétés, qui poursuivaient des objets très divers: sociétés holding, formées en vue de grouper des entreprises locales, notamment des banques, procédé employé en vue de tourner la loi interdisant la création de banques à filiales multiples; sociétés de financement et de lancement (trading companys), etc., ont toutes profité de la vogue des Investment Trusts auprès du public.

L'action réunie de tous ces facteurs a provoqué un accroissement prodigieux des émissions des valeurs d'Investment Trusts au cours des derniers mois de 1928 et surtout des 9 premiers mois de 1929. Sur un total de 8.419 millions de dollars, émis du 1-er janvier au 30 septembre 1929, les

émissions des Investment Trusts se sont élevées à 2.270 millions, soit près de 27 % des émissions totales. Pour les actions seules, la part des Investment Trusts atteint 2.124 millions, soit plus de 40 % du total, qui s'est élevé à 5.172 millions.

La plupart de ces émissions ont été également financées sur le marché de call money et, chose curieuse, les capitaux obtenus de cette façon retournaient souvent à leur point de départ. En effet, nombre d'Investment Trusts, et même les plus sérieux d'entre eux, trouvant, non sans raison, le niveau des cours beaucoup trop élevé, préféraient attendre un moment plus opportun pour prendre des participations et plaçaient, entre temps, leurs disponibilités sur le marché des avances aux brokers, où les taux restaient toujours des plus rémunérateurs.

On aboutissait donc à la conséquence, paradoxale et absurde, qu'en fait, les sociétés elle-mêmes avançaient à leurs actionnaires les fonds nécessaires pour le règlement du montant de leurs souscriptions ; ces prêts étant d'ailleurs effectués à des taux dépassant de beaucoup le rendement des titres souscrits.

Cette situation anormale ne pouvait évidemment se prolonger indéfiniment ; elle devait fatalement prendre fin le jour où les acheteurs à crédit perdraient l'espoir de compenser les charges d'intérêt et la faiblesse du rendement par des plus-values prochaines en capital.

## CHAPITRE SIXIEME.

### LA SITUATION EN AUTOMNE 1929 ET LA CRISE BOURSIERE

Nous avons vu dans les chapitres précédents l'évolution du mouvement spéculatif et les différentes conséquences qui en sont résultées.

Le point culminant de cette évolution a été atteint au cours des mois d'Août et de Septembre 1929.

A cette époque, la situation du marché pouvait être caractérisée par les faits suivants. Niveau extrêmement élevé des cours (l'indice Dow-Jones ayant atteint 381 en Septembre); baisse corrélative du taux de rendement, qui variait de 2 à 3 % pour la plupart des grandes valeurs; maintien du taux des avances aux brokers à un niveau sensiblement plus élevé, ce qui, à moins d'une hausse nouvelle des cours, occasionnait, comme nous venons de le dire, des pertes continues aux acheteurs à crédit.

Mais il paraissait évident que cette hausse nouvelle devenait de moins en moins certaine, et que le jour où le mouvement de hausse subirait un arrêt prolongé, les facteurs objectifs de rendement et d'intérêt, longtemps négligés, commenceraient à jouer et provoqueraient une liquidation massive des engagements spéculatifs. Au fur et à mesure que la hausse se prolongeait, la réaction à prévoir apparaissait comme devant être plus profonde et plus brutale.

Parmi les facteurs qui ont contribué à prolonger cette situation anormale il convient de citer la loi fiscale américaine qui soumet à l'impôt sur le revenu les plus-values réalisées sur les titres de bourse. Cet impôt est progressif, et son taux s'élève jusqu'à 28 % pour les contribuables ayant un revenu supérieur à 100.000 dollars. L'influence de ce facteur, qui a incité les acheteurs en bénéfice à retarder autant que possible la réalisation de leurs titres, a contribué à restreindre la contre-partie vendeur sur le marché. C'était donc un sérieux obstacle pour la résorption progressive de la hausse par des ventes effectuées au moment opportun.

La situation technique du marché était également fort peu satisfaisante. La base du crédit était constituée par près de 10 milliards de dollars d'avances aux brokers, dont la majeure partie provenait de sources diverses, difficilement contrôlables, et pouvait être retirée à tout moment.

La gravité de cette situation a été reconnue, à plusieurs reprises par divers économistes, notamment par Roger Babson (1), qui a prédit, quelques mois avant la crise, qu'une baisse sérieuse se produirait fatalement ; toutefois, l'optimisme robuste des Américains restait inébranlable, jusqu'à ce que la crise prévue se déclarât.

La réaction annoncée se produisit à partir de la fin de septembre 1929. Les facteurs qui l'ont provoquée ont été en eux-mêmes assez peu importants ; mais à ce moment, comme on vient de le dire, la base des cours était devenue si fragile que le moindre choc a suffi pour entraîner une véritable débâcle des cours.

Parmi les facteurs ayant déterminé la baisse, il faut notamment citer le ralentissement de l'activité économique, accusé par les statistiques à partir du mois de septembre 1929. Après un essor extrêmement rapide au printemps, la production industrielle accuse un fléchissement dépassant la mesure des fluctuations saisonnières et l'industrie commence à accumuler des stocks. La consommation ne s'était pas ac-

---

(1) Cité dans le *Commercial and Financial Chronicle* du 7 septembre 1929.

crue au même rythme que la production, et la crise agricole, qui s'était considérablement accentuée au cours de 1929, tendait à restreindre le pouvoir d'achat, aussi bien du marché national que de plusieurs marchés étrangers. La contradiction entre la stagnation de l'activité économique et les cours de bourse, dont le niveau élevé ne pouvait être justifié qu'en cas de progression continue de la production et des bénéfices, apparaissait ainsi pour la première fois.

Les difficultés croissantes qu'éprouvait le marché à absorber le flot d'émissions nouvelles ont également dû avoir une certaine influence sur la tenue des cours. En septembre 1929, le montant des valeurs émises s'est élevé au chiffre record de 1.306.622.000 dollars, dont 1.028.590.000 d'actions; le montant des actions d'Investment Trusts émises au cours de ce mois s'est élevé à 640.897.000 dollars, soit près de 2/3 du montant total des actions émises. Le placement sur le marché d'une telle quantité de titres nouveaux provoque des réalisations nombreuses de la part des souscripteurs, obligés de couvrir le montant de leurs souscriptions, et tend ainsi à déprimer les cours.

Enfin, il faut également tenir compte du retrait de fonds européens, notamment anglais, qui a commencé après l'élévation du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, effectuée le 26 septembre.

Ces retraits s'expliquent surtout par la hausse des taux monétaires en Europe, qui avait diminué l'attrait des placements en call-money; il est également probable que de gros porteurs anglais, notamment des Investment Trusts, fortement intéressés dans les valeurs américaines, ont senti l'opportunité de prendre leur bénéfice. Cette tendance à rapatrier les fonds anglais a été encore accentuée par le krach Hatry, qui éclata en septembre et qui a obligé certains groupes boursiers anglais, ayant subi des pertes graves, à liquider rapidement leurs engagements en Amérique.

L'action réunie de ces divers éléments a vraisemblablement suffi à déclancher le mouvement de baisse.

La période de baisse commence dans la deuxième

quinzaine de septembre, lorsque, après avoir atteint un niveau record, le marché présente des signes manifestes de fatigue ; la baisse continue pendant quelques semaines, à une allure d'ailleurs modérée, puis, au début d'octobre, on assiste à une reprise très vive, pendant laquelle le marché regagne la majeure partie du terrain perdu. Enfin, au milieu d'octobre la baisse reprend de nouveau ; elle s'accroît de plus en plus à partir du 21 octobre et assume bientôt des proportions catastrophales. Au cours de la séance du jeudi, 24 octobre, on assiste à un véritable effondrement des cours, qui baissent dans une proportion de 20 à 50 % ; toutefois, la formation d'un syndicat des grandes banques, sous les auspices de Morgan & Co, constitué hâtivement en vue d'enrayer la débâcle, est parvenue, vers la fin de la séance, à provoquer un vif redressement des cours. Le nombre des actions négociées au cours de cette séance au Stock Exchange a atteint 12.894.000, soit plus du double du nombre le plus élevé enregistré auparavant.

L'amélioration provoquée par le syndicat des banquiers a été tout à fait passagère. Au début de la semaine suivante, la débâcle continue et s'accroît encore, un flot d'ordres de vente inonde le marché, et la séance du mardi 29 octobre bat tous les records antérieurs, quant au volume des transactions, qui ont porté au Stock Exchange sur 16.410.000 actions, et quant à l'ampleur des écarts de cours. Plus tard, l'action du syndicat des banques a provoqué un revirement de tendance ; au cours des deux séances suivantes, une grande partie des pertes du « Mardi noir » a pu être regagnée. A ce moment, on considérait généralement la période de baisse brutale comme terminée. En effet, des ordres ont commencé d'affluer, et donnaient lieu à croire que le niveau des cours pourrait être maintenu ; d'autre part, plusieurs facteurs favorables ranimaient les espoirs des optimistes, notamment l'abaissement du taux d'escompte de la Banque Fédérale de New-York de 6 à 5 %, effectué le 1-er novembre, les déclarations optimistes de plusieurs personnalités marquantes, comme Rockefeller, affirmant que les actions étaient arrivées à

des cours avantageux, et la mise en paiement de dividendes supplémentaires par des sociétés importantes, comme l'U. S. Steel et l'American Can.

Toutefois, ces espoirs ont été détrompés ; à la réouverture de la Bourse, le lundi 4 novembre (après 2 jours de clôture, nécessités pour la liquidation de la masse des opérations des journées précédentes), la baisse a repris de nouveau et les cours ont continué à reculer encore une dizaine de jours; le fond de la baisse n'a été touché que le 13 novembre.

La comparaison des cours de quelques valeurs représentatives permet de juger de la rapidité et de l'ampleur de la baisse.

La baisse des valeurs a été tellement profonde que très rapidement elle avait largement dépassé les proportions d'une réaction justifiée contre les excès de la hausse antérieure, et aboutissait à une exagération analogue, mais en sens inverse.

Ainsi, dans l'espace d'à peine quelques jours, la situation avait subi un changement radical ; les anomalies de la période de hausse étaient entièrement effacées et les cours de la plupart des valeurs faisaient ressortir un taux de rendement très élevé.

On comprend donc, que le mouvement de baisse a été d'abord ralenti, plus définitivement arrêté, au milieu de novembre, par les achats de nombreux capitalistes, qui profitaient de la possibilité d'acquérir les meilleurs actions américaines à des cours qu'on qualifiait, non sans raison d'ailleurs, comme des « bargain-prices », prix d'occasion ou de soldes.

Parmi ces acheteurs au moment opportun il faut faire une place à part aux sociétés qui rachetaient leurs propres actions sur le marché. Ce procédé, dont l'application en France n'aurait pas paru incontestablement licite, a été notamment employé par les Investment Trusts, dont les actions s'étaient dépréciées dans une proportion extrême. Le rachat au-dessous du pair d'une partie des actions émises, per-

# ÉVOLUTION DES COURS DE 20 VALEURS REPRÉSENTATIVES AU COURS DE LA BAISSE

|                                       | Plus haut<br>de 1929 | Date    | 11 oct., avant<br>la baisse | 24 octobre<br>plus bas | 29 octobre<br>plus bas | 13 novembre<br>plus bas |
|---------------------------------------|----------------------|---------|-----------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|
| United States Steel .....             | 262                  | 3/IX    | 232                         | 193 1/2                | 166 1/2                | 150                     |
| Bethlehem Steel .....                 | 141                  | 24/II   | 121                         | 92 1/2                 | 80                     | 78 1/4                  |
| General Motors .....                  | 92                   | 21/II   | 65                          | 49                     | 33 1/2                 | 36                      |
| Chrysler Motors .....                 | 155                  | 2/I     | 54                          | 43                     | 28 1/4                 | 26                      |
| American Telephone and Telegraph      | 310                  | 19/IX   | 301                         | 245                    | 204                    | 197                     |
| International Telephone and Telegraph | 149 1/4              | 3/IX    | 133                         | 79                     | 61                     | 53                      |
| Consolidated Gas .....                | 183                  | 3/IX    | 158                         | 108 1/2                | 88 1/2                 | 80 1/2                  |
| North American Cy .....               | 187                  | 3/IX    | 161                         | 99                     | 70                     | 66 1/2                  |
| General Electric .....                | 403                  | 20/VIII | 373                         | 283                    | 210                    | 168 1/4                 |
| Westinghouse Electric .....           | 292 1/2              | 23/VIII | 243                         | 160                    | 100                    | 102 5/8                 |
| Radio Corporation .....               | 115                  | 12/IX   | 91                          | 44 1/2                 | 26                     | 28                      |
| Dupont de Nemours .....               | 231                  | 7/IX    | 190                         | 150                    | 80                     | 90                      |
| Allied Chemical and Dye .....         | 354 3/4              | 30/VIII | 321                         | 265                    | 204 3/4                | 197                     |
| Union Carbide and Carbone .....       | 140                  | 10/VIII | 128 1/2                     | 90 3/8                 | 66                     | 59                      |
| Anaconda Copper .....                 | 140                  | 22/III  | 119 1/4                     | 92                     | 75 1/2                 | 70                      |
| Kennecott Copper .....                | 105                  | 18/III  | 85                          | 69                     | 65                     | 49 3/8                  |
| International Nickel .....            | 73                   | 23/I    | 48                          | 41                     | 26 3/4                 | 25                      |
| Standard Oil of N. J. ....            | 83                   | 16/IX   | 79 3/8                      | 61 5/8                 | 50                     | 50                      |
| Sears-Roebuck .....                   | 181                  | 26/III  | 156 1/2                     | 115                    | 95                     | 80                      |
| Montgomery-Ward .....                 | 157                  | 2/I     | 114 1/2                     | 50                     | 49 1/2                 | 49 1/4                  |

mettait de réaliser un bénéfice comptable souvent considérable, et améliorerait ainsi la situation des actions non rachetées. En dehors des Investment Trusts, d'autres sociétés, comme p. e. la General Motors ont également racheté des paquets importants de leurs propres actions dans le but exclusif de soutenir les cours.

La rapidité vertigineuse avec laquelle la baisse s'est produite, ainsi que l'envergure qu'elle a prise, ne peuvent pas être attribuées uniquement à l'influence des facteurs qui ont déclenché la crise. Elles semblaient s'expliquer plus facilement par quelques particularités d'organisation du marché boursier américain et par le financement des achats à crédit au moyen des avances aux brokers.

Tout d'abord, dès que le mouvement de baisse a atteint une certaine ampleur, il a reçu une accélération sensible par le jeu de certaines règles d'organisation boursière : les ordres stoploss et les appels de marge.

Les ordres « stoploss » (ordres de limitation de perte) sont donnés par les spéculateurs désirant garantir le bénéfice déjà acquis, ou limiter leurs pertes, tout en conservant leurs positions et gardant ainsi leurs chances de gain.

Ils sont exécutoires dès que le cours limite indiqué est atteint, et deviennent alors des ordres au mieux. Il est évident que la baisse des cours a du provoquer automatiquement la mise en action progressive des ordres stoploss, et leur exécution, en augmentant le volume des ventes, a contribué à accentuer le recul des cours.

Les marges (margins) sont les couvertures déposées par les acheteurs à crédit chez leurs brokers en garantie des titres achetés. D'après les contrats types employés auprès du Stock Exchange de New-York, comme auprès des autres bourses américaines, le broker peut exiger du client, en cas de fluctuations de cours, le supplément de marge nécessaire pour rétablir le même pourcentage de couverture, et il a le droit, en cas de non versement, de procéder immédiatement à la liquidation de la position du client.

Dès que la baisse a pris une certaine importance, les appels de marge se sont multipliés, et l'exécution forcée des clients défaillants a été un facteur important pour l'accélération du mouvement de baisse.

Les variations du montant des avances aux brokers ont contribué, dans une mesure plus forte encore, à provoquer l'effondrement des cours.

## VARIATIONS DES AVANCES AUX BROKERS

### Statistiques de la Banque Fédérale de New-York

|         | Banq. de<br>New-York | Banq. de<br>Province | Divers    | Total     |
|---------|----------------------|----------------------|-----------|-----------|
| 16 oct. | 1.095.000            | 1.831.000            | 3.875.000 | 6.801.600 |
| 23 oct. | 1.077.000            | 1.733.000            | 1.823.000 | 6.633.000 |
| 30 oct. | 2.069.000            | 1.005.000            | 2.464.000 | 5.538.000 |
| 6 nov.  | 1.520.000            | 963.000              | 2.399.000 | 4.882.000 |
| 13 nov. | 1.156.000            | 812.000              | 2.204.000 | 4.172.000 |
| 20 nov. | 853.000              | 704.000              | 2.031.000 | 3.587.000 |
| 27 nov. | 831.000              | 638.000              | 1.982.000 | 3.450.000 |

On voit dans ce tableau l'importance de la diminution des prêts aux brokers, qui a été au cours de 6 semaines de 3.356.600.000 dollars, soit de près de 50 %. La diminution la plus importante s'est produite dans la semaine du 23 au 30 octobre, au cours de laquelle ont eu lieu les deux effondrements de cours du 21 et du 29 octobre. La diminution totale a été de 1.095 millions de dollars, mais si on examine les différentes catégories de prêts, on voit que cette réduction concerne exclusivement les crédits accordés par les prêteurs divers et par les banques de province, c'est-à-dire par les sources de crédit non contrôlées par la Banque Fédérale de New-York. Les avances des « Divers » accusent une diminution de 1.359 millions, les prêts des banques de province ont été réduits de 728 millions ; la diminution du chef de ces

deux sources de prêts s'élève donc à 2.087 millions, et n'a été compensée qu'en partie par une augmentation de 992 millions dans les avances consenties par les banques de New-York.

On comprend facilement ce qui s'est produit ; la menace latente que constituait pour le marché l'accroissement énorme des crédits de prêteurs indépendants s'est pleinement réalisée. Dès que la baisse a été assez prononcée pour faire paraître intéressants les cours de nombreuses valeurs, les prêteurs divers, c'est-à-dire, les capitalistes privés, les sociétés industrielles et les Investment Trusts, ayant investi leurs disponibilités sur le marché du call money, ont dénoncé leurs prêts pour pouvoir procéder à des achats (1).

L'effondrement des cours résultant de la vente précipitée, faite à n'importe quel cours, de quantités énormes de titres jetés sur le marché à la suite de la dénonciation des prêts, a logiquement dû précéder les achats qui ont pu être effectués au moyen des fonds ainsi récupérés.

A ce moment critique, l'assistance courageuse des grandes banques de New-York a seule sauvé le marché d'un effondrement total. Au cours de la semaine du 23 au 30 octobre, le montant des avances aux brokers accordées par les banques de New-York a été porté de 1.077 à 2.069 millions de dollars, en augmentation de 992 millions sur la semaine précédente. Le total des fonds fournis par les banques de New-York à la Bourse a été encore sensiblement plus considérable ; en effet, le montant des avances sur titres, qui comprennent en dehors des crédits aux brokers les prêts accordés directement aux clients privés, a augmenté au cours de cette semaine de 1.200 millions de dollars, en passant de 3.005 millions à 4.205 millions.

---

(1) Il est intéressant à noter, sous ce rapport, que le rôle joué à cette occasion par les Investment Trusts a été exactement l'inverse de celui qu'on leur attribue généralement. Au lieu d'exercer par leurs opérations une influence stabilisatrice sur le niveau des cours et de raffermir par des achats la tendance générale du marché, les Investment Trusts ont été, par leurs appels de fonds, un des principaux agents de l'aggravation de la baisse.

Toutefois, l'aide des banques n'a compensé qu'en partie le retrait des fonds par les prêteurs divers et la baisse des cours n'a pu être qu'atténuée.

Une autre explication de la crise boursière et des proportions qu'elle a assumées a été fournie par le professeur Irving Fisher. Pour lui, le caractère brutal et la rapidité de la baisse s'expliquent surtout par la « mob psychology » (mentalité de foule). La masse des petits spéculateurs, dit-il, a été accoutumée à voir les cours se mouvoir toujours dans le sens de la hausse ; dès que quelques facteurs secondaires, comme le retrait de fonds étrangers, ont provoqué un recul sensible, la foule a aussitôt changé d'avis et la croyance dans la nécessité de la baisse s'est substituée à la confiance antérieure dans la hausse. L'état de panique créé par ce brusque changement d'attitude s'est rapidement généralisé et a déterminé la masse des petits porteurs à se débarrasser de leurs titres en les jettant sur le marché.

Cette théorie contient incontestablement une large part de vérité. On a vu plus haut que la situation boursière, au moment où le mouvement de hausse avait atteint son point culminant, était devenue tellement anormale que le seul soutien du marché était formé par la confiance générale dans la persistance de la hausse. Il est naturel que le recul des cours, qui a commencé au mois d'octobre, sous l'influence des facteurs qu'on a indiqué, est parvenu à ébranler la confiance de nombreux porteurs et les a déterminé, en conséquence, à réaliser leurs titres. Toutefois, ce mouvement d'opinion n'a pas, tout au moins au début, pris le caractère d'une panique et ne peut être stigmatisé comme résultant d'un état de « mob psychology ». Ce terme semble s'appliquer avec plus de justification à une période postérieure, lorsque l'ampleur de la baisse et la gravité des pertes subies ont fini par provoquer dans le public américain un état de panique nerveuse et de découragement, qui s'est alors répercuté sur la tenue des cours en aggravant la baisse.

Mais cette « mob psychology » de panique semble avoir été plutôt l'effet que la cause de l'effondrement de la Bourse

et son influence n'a servi qu'à prolonger et à accentuer la baisse et non pas à la provoquer. L'argument de M. Fisher paraît donc n'avoir qu'une valeur limitée.

Ainsi, les variations des avances aux brokers au cours de la période critique nous permettent de constater que les liquidations massives des séances du 24 et du 29 octobre n'ont pas été des liquidations volontaires, provoquées par le découragement des porteurs, mais des liquidations forcées, causées, soit par l'incapacité du porteur de verser le supplément de marge réclamé, soit, surtout, par la nécessité de rembourser les crédits dénoncés.

En définitive, l'effondrement du grand mouvement de hausse de 1927-29, appelé par les Américains « the longest bull market in history » (le plus long marché à la hausse de l'histoire), a été déterminé, avant tout, par le retrait massif des crédits, effectué à un moment où la confiance du public qui l'avait soutenu jusque-là a commencé à faire défaut.

## CHAPITRE SEPTIEME

### EFFETS DE LA CRISE BOURSIERE

Il nous reste à examiner les effets de la crise du marché de New-York sur l'évolution économique tout d'abord aux Etats-Unis, puis dans les autres pays. Nous devons pour cela procéder à un examen général des rapports de causalité dans le domaine économique et rechercher ensuite l'influence particulière de la crise sur le cours des événements.

Les effets de la crise sont assez variés et ne se limitent pas au domaine des faits matériels. En effet, il semble naturel qu'un événement aussi important, et se présentant en contradiction aussi frappante avec l'apparence de l'évolution antérieure, ait exercé une influence profonde sur la mentalité de la majorité des gens.

Cette réaction psychologique de la crise américaine n'en est pas l'effet le moins important, ni le moins intéressant.

L'influence de la crise boursière a surtout ébranlé la confiance générale dans le caractère permanent de la prospérité des Etats-Unis, auparavant fermement ancrée dans l'esprit de la très grande majorité des Américains. L'effondrement de la Bourse a eu pour conséquence un anéantissement apparent d'une partie considérable de la fortune nationale. La diminution de valeur de la totalité des actions cotées au Stock Exchange de New-York a été de plus de 30 milliards de dollars, soit d'un tiers environ; on a remarqué notamment que ce total était égal à l'indemnité de réparations,

imposée à l'Allemagne lors de la Conférence de Londres en 1921 et qui représentait l'ensemble des dommages causés par la guerre. Ainsi la bourrasque boursière paraissait avoir englouti en quelques semaines, autant de capitaux que la guerre mondiale en 4 ans 1/2.

Il est vrai que les dégâts causés par la crise boursière sont d'une nature toute différente de ceux de la grande guerre. Les pertes subies ne correspondent à aucune destruction matérielle de valeurs et ne constituent qu'une diminution purement fictive de la richesse ; elles ne résultent, en fait, que d'une moindre appréciation générale de la fortune mobilière, alors que les valeurs effectives composant cette fortune n'ont subi aucun changement véritable. Toutefois, ces pertes, fictives au point de vue de l'économie nationale, étaient bien réelles pour les individus qui les subissaient, et il est bien naturel que c'est surtout cet aspect de la crise qui a retenu l'attention générale et a produit l'impression la plus profonde. Sous cette impression, l'optimisme généralement insouciant des Américains a été quelque peu ébranlé, et l'on a commencé à se demander si véritablement on avait raison de croire à la continuité de la prospérité américaine.

Ces doutes furent bientôt, d'ailleurs, renforcés par le malaise économique qui s'est fait sentir aux Etats Unis presque immédiatement après le krach boursier et qui a pris rapidement les proportions d'une crise économique très sérieuse.

Il serait inexact, comme on l'a dit quelquefois, d'attribuer l'origine de cette crise économique à l'effondrement de Wall Street ; toutefois, il est évident que les événements boursiers ont exercé sur le cours de l'évolution générale une influence importante, qu'il nous faudra préciser.

Les causes principales de la crise qui sévit aux Etats-Unis semblent pouvoir être groupées en deux catégories différentes ; d'une part, les facteurs propres à l'Amérique, et, d'autre part, les facteurs d'un caractère international, commun à la plupart des pays.

Les facteurs particuliers à l'Amérique découlent des caractères permanents de l'économie américaine, ainsi que de la politique de production et de consommation poursuivie aux Etats-Unis après la guerre, que nous avons exposée dans le chapitre premier de notre étude.

Cette politique, caractérisée par le développement continu de la production et de la consommation, augmentant simultanément et se stimulant réciproquement, a été couronnée d'un succès extrêmement brillant aussi longtemps que l'élévation de la productivité du travail permettait au pouvoir d'achat des masses de s'accroître à la même cadence que la capacité de production.

Mais nous avons vu qu'au fur et à mesure que progressait cette évolution, l'action des facteurs ayant provoqué au lendemain de la guerre un relèvement rapide du rendement du travail s'affaiblissait, et l'essor de la production devenait plus rapide que le développement de la consommation. Ce déséquilibre s'accroissait de plus en plus, et les mesures prises en vue de stimuler l'accroissement de la consommation, telles que l'extension du système des ventes à tempérament à toutes les classes de la population, ne pouvaient être autre chose que des expédients temporaires.

Le déséquilibre entre la production et la consommation semblait devoir déterminer, à plus ou moins longue échéance, un état de dépression générale et une instabilité profonde des facteurs économiques. D'autre part, la restriction croissante des débouchés gênait de plus en plus l'essor des industries nouvelles, qui ne pouvaient se développer qu'en provoquant le déclin des industries anciennes, aux produits desquelles venaient se substituer les fabrications nouvelles.

Cette évolution vers une période de dépression se poursuivait progressivement et ne semblait pouvoir être arrêtée à moins de changement dans la politique industrielle.

La crise boursière vint précipiter le cours des événements en provoquant la dépression industrielle qui, sans cette influence extérieure, ne se serait vraisemblablement produite que beaucoup plus tard.

L'influence de la Bourse sur l'évolution économique s'était déjà exercée, en sens contraire, lors de la hausse des valeurs en stimulant puissamment l'activité économique.

La hausse des cours augmentait de jour en jour la richesse apparente des porteurs de titres ; grâce à la confiance générale dans le caractère légitime de la hausse, cet enrichissement provoquait un accroissement au moins équivalent du « vouloir d'achat » des masses de spéculateurs, qui, même en l'absence d'un relèvement correspondant du pouvoir d'achat présent, croyaient pouvoir compter sur l'augmentation future du revenu, escomptée déjà par le niveau des cours. Une mentalité aussi optimiste a eu pour conséquence un développement intense de la consommation, concentré naturellement sur les produits de luxe.

D'autre part, la facilité d'obtenir des capitaux sur le marché des actions en 1928 et 1929 a considérablement favorisé la tendance à l'accroissement de la capacité de production, justifiée, d'ailleurs, au moins en apparence, par l'accroissement simultané de la consommation ; ainsi, la plupart des sociétés industrielles importantes ont adopté et exécuté au cours de cette période des programmes d'extension souvent considérables.

De cette sorte, l'action de la hausse, d'une part, accentuait l'évolution vers la surproduction industrielle future et, d'autre part suspendait temporairement l'effet de la surproduction déjà existante en élargissant les débouchés de la production présente.

Ainsi a été provoqué l'éclosion d'une véritable prospérité cyclique, qui s'est, en quelques sorte, superposée sur la prospérité déjà accentuée dont jouissait l'économie américaine depuis 1922.

La crise boursière a radicalement modifié cette situation. Non seulement l'influence stimulante de la hausse boursière, qui retardait l'entrée en jeu des facteurs de dépression, avait cessé, mais la prospérité cyclique avait fait place à une dépression sévère. La consommation a rapidement fléchi, en raison de la diminution réelle du pouvoir

d'achat, entraînée par les pertes de bourse et par la réduction du revenu, et surtout de l'affaiblissement du vouloir d'achat psychologique (renonciation à l'habitude d'escompter l'accroissement futur du pouvoir d'achat et prévisions pessimistes relatives à la crise). A la suite de la baisse de la consommation, la production a dû également être fortement réduite, et ainsi, dès la fin de 1929, la crise industrielle s'est généralisée aux Etats-Unis et y a pris un caractère de gravité exceptionnelle.

En dehors des facteurs propres aux Etats-Unis, il nous faudra également examiner les facteurs mondiaux qui ont influencé l'évolution économique de ce pays et qui sont, en grande partie, à l'origine des difficultés économiques actuelles, aussi bien en Amérique que dans les autres parties du monde.

Le principal de ces facteurs semble être constitué par la surproduction mondiale des matières premières et, dans une moindre mesure, des produits alimentaires.

En effet, depuis la fin de la guerre, la production des principales matières premières et des grands produits alimentaires s'est très rapidement développée. Les pays d'Europe, soucieux de leur indépendance économique, et désireux de s'affranchir dans la mesure du possible, de la nécessité d'importer des pays d'outre-mer et notamment des Etats-Unis les produits qui leur étaient nécessaires, ont fait des efforts très considérables pour rétablir l'importance de la production nationale à son niveau d'avant-guerre, et se sont employés également à développer dans leurs colonies les productions que le sol ou le sous-sol de la métropole n'étaient pas en état de fournir.

D'autre part, la production des pays extra-européens, stimulée pendant la guerre par la carence des producteurs européens et par la demande des pays belligérants, a continué à se développer ; enfin, l'essor économique des Etats-Unis, qui a déterminé une augmentation considérable de la consommation des matières premières, a puissamment stimulé la

production dans le monde entier de plusieurs produits, dont le centre de consommation se trouve aux Etats-Unis.

L'effet de ce développement de la production a été sensiblement aggravé par l'action des cartels qui se sont formés afin de soutenir ou de stabiliser les prix de nombreuses matières premières.

Ces cartels, qui englobaient généralement la grande majorité de la production mondiale et étaient, par conséquent, en possession d'un monopole de fait, se proposaient de maintenir les cours à un niveau rémunérateur pour les productions en réglementant et en restreignant, si nécessaire, soit la production, soit l'exportation ou la distribution du produit contrôlé. L'inconvénient principal de cette méthode a été la fixation des prix des cartels à un niveau généralement trop élevé. En effet, plus le contrôle du marché par le cartel était absolu, plus la tentation était forte pour les producteurs d'élever les cours, et des abus extrêmement graves ont été commis dans ce domaine, notamment pour le caoutchouc et pour le cuivre. Cette élévation des prix stimulait évidemment le développement de la concurrence, les cartels n'ayant pas de monopole absolu; aucun d'eux n'a groupé l'intégralité des producteurs et, d'ailleurs, même en ce cas, l'apparition de nouveaux concurrents restait toujours possible. Ces concurrents, favorisés par les prix extrêmement rémunérateurs qu'ils pouvaient obtenir grâce à l'existence du cartel, profitaient doublement de la politique de restriction de production qui leur permettait d'écouler facilement une production augmentée.

Les membres du cartel se trouvaient donc finalement désavantagés par rapport aux producteurs indépendants, qui développaient librement leur production et profitaient ainsi gratuitement des lourds sacrifices consentis par les producteurs organisés en vue de maintenir les prix.

Cette concurrence désastreuse des outsiders a été la cause principale de l'échec des cartels les plus importants; ainsi, le plan Stevenson pour le caoutchouc a dû être abandonné à la suite du développement en Indochine et dans les

Indes Néerlandaises de productions indépendantes du cartel, tandis que la quote part produite par la Malaisie britannique s'abaissait en cinq ans de plus de 75 % à environ 50 % de la production mondiale. De même, la valorisation du café au Brésil a dû être abandonnée, lorsque la part de ce pays dans la production mondiale baissa de 90 à 60 %. Enfin, le cartel du cuivre, le « Copper Exporters Inc », a dû abandonner en avril 1929 sa politique de stabilisation des prix, lorsque les membres du cartel, qui avaient réduit leur production de 40 %, n'ont plus voulu favoriser la concurrence des producteurs canadiens non organisés, lesquels ont pu doubler leur production de 1928 à 1929 et l'écoulaient avantageusement un peu au-dessous du prix du cartel.

La politique des prix des cartels a été d'autant plus critique que, dans bien des cas, les prix de revient des produits qu'ils avaient monopolisés ont pu être réduits; toutefois, cette réduction du prix de revient, résultant soit du perfectionnement des procédés de traitement, comme pour les métaux, soit d'une amélioration du rendement des plantations, comme pour le caoutchouc, soit enfin simplement de l'exploitation de gisements plus riches ou de terrains plus fertiles, ne jouait souvent que pour les entreprises nouvelles, dont le développement était encore davantage stimulé.

A la suite de cette politique des cartels, il s'établit bientôt une disparité marquée entre le développement continu de la production, fortement stimulée par le niveau élevé des prix, et l'évolution de la consommation, dont la progression était, par contre, ralentie et retardée, la restriction pratiquée par le cartel incitant les consommateurs à restreindre leurs achats dans la mesure du possible ou à employer des produits de substitution.

Ainsi, la hausse du caoutchouc au cours de l'année 1925 a provoqué la naissance et le développement de l'industrie du caoutchouc régénéré, de même que l'élévation du prix du cuivre en 1929 a stimulé l'emploi de l'aluminium pour les usages auparavant réservés au métal rouge.

Cette évolution, qui impliquait un développement plus rapide de la production que de la consommation, devait fatalement conduire, à plus ou moins longue échéance, à un déséquilibre entre l'offre et la demande sur le marché, ce qui devait finalement engendrer l'abaissement des prix des cartels et parfois leur dissolution.

Tels ont été, en effet, les phénomènes qu'on a pu observer, notamment au cours des deux dernières années, sur les marchés de la plupart des matières premières.

Il est compréhensible que ce déséquilibre sur le marché des matières premières, qui commençait peu à peu à se dessiner, a pu contribuer à déterminer un malaise économique sérieux. La baisse des prix des matières premières diminuait le pouvoir d'achat des pays producteurs et y était parfois la cause d'un ralentissement d'activité assez sérieux. Elle atteignait ensuite les pays transformateurs, où l'industrie subissait des pertes souvent importantes sur les stocks qu'elle avait accumulés; puis, la crise se répercutait dans les autres pays et prenait ainsi un caractère mondial.

Ainsi donc, sous l'influence de l'évolution des marchés des matières premières, la situation économique de tous les pays commençait à présenter des analogies assez marquées. C'est ainsi qu'en automne 1929, malgré le décalage de phases de conjoncture propres aux diverses contrées (1), on pouvait constater partout la baisse des matières premières, qui, plus ou moins évoluée selon les pays et selon les produits, exerçait son influence déprimante sur l'activité économique et préparait le terrain à une crise générale.

C'est à ce moment que la crise boursière de New-York est venue exercer une influence profonde sur l'évolution économique. Il semble inexact de dire, comme on l'a souvent affirmé dans les journaux, que la crise boursière américaine ait été la cause génératrice de la crise économique mondiale que nous subissons actuellement. Toutefois, il est certain que

---

(1) La France traversait à ce moment le point culminant de la phase de prospérité, tandis que l'Allemagne se trouvait en pleine période de dépression.

la crise de Wall-Street a fortement influencé le cours des événements.

Cette influence s'est, d'ailleurs, exercée dans plusieurs directions. Tout d'abord, la baisse des cours à New-York a provoqué une réaction analogue sur tous les grands marchés européens, gravement affectés, soit par réaction psychologique, soit sous l'effet des ventes effectuées par les spéculateurs ayant subi des pertes à la Bourse de New-York (1); cette dépression boursière internationale a incontestablement exercé une influence déprimante sur la marche générale des affaires.

D'autre part, la crise boursière a eu sur l'opinion publique du monde entier une influence très fâcheuse; pour le public, habitué à associer l'idée de krach boursier avec l'idée d'une crise économique, l'effondrement de Wall-Street a été en quelque sorte un signal avertisseur de crise. A la lumière de cet avertissement, on a été incité à prêter attention aux nombreux facteurs réels de dépression qui existaient déjà, mais qu'on avait jusque là négligés; une fois que l'idée d'une crise prochaine s'est imposée, ces facteurs ont acquis du jour au lendemain une importance extrême.

La crise boursière de New-York a donc fortement agi sur l'imagination des foules, d'autant plus, d'ailleurs, qu'elle s'est produite dans le pays dont on était habitué à admirer la prospérité. Cette influence a eu pour résultat de déplacer, en quelque sorte, la mentalité du public et de créer une mentalité générale de crise, ce qui, dans la mesure où les facteurs psychologiques influent sur les événements économiques, a contribué à rendre la crise effective.

Enfin, la crise boursière de New-York a déclanché, sous l'influence des divers autres facteurs que nous avons examinés, une dépression économique fort sérieuse aux Etats-Unis, qui s'est évidemment répercutée dans le monde entier.

---

(1) C'est ainsi que les pools américains, qui avaient antérieurement étendu leur activité aux marchés de Londres et de Paris, se sont vus dans la nécessité de liquider rapidement leurs positions.

# COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES

|                                                      | Cuivre N. Y.<br>lbs en cent | Plomb Lond.<br>t. en £ | Zinc Lond.<br>t. en £ | Etain Lond.<br>t. en £ | Caoutchouc Lond.<br>lbs en d. |
|------------------------------------------------------|-----------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|-------------------------------|
| Plus haut depuis 1920 .....                          | 24<br>(3/1929)              | 44<br>(12/1924)        | 40.12.6<br>(10/1926)  | 321.12.6<br>(10/1926)  | 55 3/4<br>(12/1925)           |
| 1926 cours moyen .....                               | 14,08                       | 31. 4.11               | 34. 4. 8              | 290. 9                 | 23 3/8                        |
| 1927 cours moyen .....                               | 13,11                       | 24. 4. 7               | 28. 0. 3              | 284. 0.11              | 18 3/8                        |
| 1928 cours moyen .....                               | 14,95                       | 21.15.10               | 25. 2.10              | 228.17. 5              | 10 13/16                      |
| 1929 Septembre .....                                 | 18                          | 23.10. 7               | 24. — —               | 204. 9. 4              | 10 1/32                       |
| 1930 Janvier .....                                   | 18                          | 21.13. 2               | 19.15. 1              | 174.14. 4              | 7 11/32                       |
| 1930 Juillet .....                                   | 11,06                       | 18. 6.10               | 16. 2.10              | 133. 6.10              | 5 17/32                       |
| Proportion de baisse par rapport<br>au maximum ..... | 53,9%                       | 58,3%                  | 60,3%                 | 58,5%                  | 90,1%                         |
| Par rapport à Septembre 1929 ..                      | 38,5%                       | 22,1%                  | 32,7%                 | 34,8%                  | 44,7%                         |

Le ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis a eu notamment pour conséquence de réduire, dans une proportion considérable, la consommation de matières premières. Cette restriction de la demande dans le plus grand pays consommateur, se produisant à un moment où, comme nous l'avons dit, la situation des marchés était déjà assez critique, a fortement accentué la baisse de toutes les matières premières, et a provoqué, pour certains produits, comme le cuivre, notamment, un véritable effondrement des cours, dont témoigne le tableau ci-dessous.

La crise boursière de New-York a donc joué dans la naissance de la dépression économique mondiale un rôle important; on peut dire qu'elle a déterminé la transformation du malaise économique encore inconscient, dans une crise effective, reconnue et ressentie par tout le monde.



Il nous faut maintenant, en dernier lieu, examiner les efforts entrepris en Amérique après la crise boursière en vue d'en atténuer les effets, et apprécier, dans la mesure dès maintenant possible, les résultats obtenus par cette action.

Dès les premiers jours de la crise boursière, les milieux dirigeants des Etats-Unis se sont rendus compte du danger que présentait la vague de panique qui déferlait dans le pays et qu'il fallait combattre, autant que la crise économique qu'on sentait imminente. Aussi, dès le lendemain de la crise, on assiste à un effort conjugué du gouvernement, des Banques Fédérales et des grandes sociétés industrielles en vue de rétablir la confiance ébranlée et d'empêcher, dans la mesure du possible, la naissance de la crise industrielle. Cette action de grande envergure a été, d'ailleurs, jusqu'à présent, la tentative la plus importante de mise en pratique des principes de l'économie dirigée.

Tout d'abord, le Président Hoover, lui-même, a pris la direction du mouvement. Au cours du mois de novembre

1929, il a convoqué à Washington plusieurs conférences de banquiers, d'hommes d'affaires et de chefs de syndicat les plus éminents des Etats-Unis, afin de discuter avec eux la situation économique du pays et d'obtenir leur collaboration.

Dans ces conférences, le Président a fait adopter quelques résolutions importantes. Il a obtenu notamment le maintien et même l'augmentation, malgré la crise probable, du programme d'extension et de construction établi pour 1930 par la plupart des sociétés américaines et notamment par les compagnies de chemins de fer et les sociétés concessionnaires de services publics. Dans le même ordre d'idées, il a fait établir un vaste programme de travaux par le gouvernement fédéral et a incité les Etats particuliers et les communes à procéder de même. Enfin, il a fait promettre par les chefs d'entreprise avec lesquels il a conféré, qu'ils ne procéderaient à aucune réduction de salaires et qu'ils s'efforceraient de ne pas diminuer la production, ni de réduire leur personnel.

L'initiative du Président avait rencontré l'accueil empressé des hommes d'affaires consultés, conscients du danger que courait le pays. Cette approbation des grands capitaines d'industrie, unanimes à déclarer avec le Président que la situation du pays était saine et nullement affectée par le krach boursier, n'a pas manqué de produire sur le public l'impression désirée; combinée avec quelques mesures opportunes, comme l'abaissement des impôts sur le revenu décidé en novembre, elle a de nouveau fait renaître la confiance générale dans l'avenir de l'Amérique, que les événements de Wall-Street avaient ébranlée. « Prosperity as usual » — prospérité comme d'habitude, — tel était le « slogan », le mot d'ordre lancé à ce moment et la majorité des Américains ne demandaient qu'à lui obéir.

On était donc disposé à croire, peu après la crise boursière, que la dépression qui se dessinait ne serait que de courte durée et que la reprise, due aux travaux publics et à l'exécution des programmes de constructions annoncés, viendrait bientôt en effacer l'effet.

Ces opinions optimistes ont été encore renforcées par l'action des Banques Fédérales de Réserve, qui avaient fait de leur côté tout leur possible pour créer les conditions les plus favorables à une reprise des affaires. En effet, autant les Banques Fédérales ont mis d'hésitation à adopter une politique restrictive au cours de la période de hausse spéculative, autant elles firent preuve de diligence lorsque le revirement se produisit, et une politique de crédit facile est redevenue possible. Leur politique dans ce domaine s'est d'ailleurs entièrement inspirée des précédents de 1924 et de 1927 que nous avons examinés dans le deuxième chapitre de notre étude; c'était une répétition sur une échelle plus vaste encore, des expériences entreprises au cours des périodes de dépression antérieures, dont les résultats d'ailleurs n'ont pas été très encourageants.

Ainsi, depuis novembre 1929 à juin 1930, la Banque Fédérale de New-York a réduit son taux d'escompte à six reprises différentes en le ramenant de 6% à 2 1/2%, soit au taux le plus bas enregistré depuis la création des Banques Fédérales (1). Il faut remarquer que, sauf pour le premier abaissement, effectué en vue d'assainir le marché des prêts aux brokers et de permettre aux banques affiliées de se substituer aux prêteurs particuliers, les autres abaissements ont été décidés avec l'intention expresse de favoriser le développement des affaires commerciales et n'étaient nullement destinés à fournir un appui au marché boursier.

L'abaissement progressif du taux d'escompte était, comme en 1927, accompagné d'achats importants de titres et d'acceptations sur le marché. Ainsi, le montant du portefeuille-titres des Banques Fédérales qui n'était que de 147 millions de dollars au 31 juillet 1929, lorsque le point culminant de la politique restrictive a été atteint, a été porté à 530 millions au 31 mars 1930, en même temps le montant des

---

(1) Le taux d'escompte à New-York a été abaissé de 6 à 5 p. c. le premier novembre 1929, à 4 1/2 p. c. le 15 novembre, à 4 p. c. le 7 février 1930, à 3 1/2 p. c. le 13 mars 1930, à 3 p. c. le 2 mai 1930 et à 2 1/2 p. c. le 19 juin 1930.

acceptations en portefeuille augmentait de 74 millions à 301 millions.

Il n'est guère possible, à l'heure actuelle, de juger les résultats définitifs de cette tentative de diriger l'évolution économique, entreprise aux Etats-Unis à la suite de la crise boursière de novembre 1929.

Toutefois, au moins jusqu'à présent, il ne semble pas que cette politique ait réussi à atteindre les objectifs visés.

Dans l'industrie, tout d'abord, l'action du président Hoover n'a pas réussi à provoquer une reprise durable. L'industrie métallurgique, qui est la plus importante des industries de moyens de production, a, il est vrai, accusé au début de 1930, une reprise marquée, et la production d'acier au cours du premier trimestre n'a été que légèrement au-dessous de la période correspondante de 1929, soit 12.143.000 tonnes contre 13.874.000 tonnes, continuant, du reste, de dépasser celle de toutes les années précédentes. Cette activité était due en grande partie aux ordres importants des compagnies de chemins de fer, qui exécutaient ainsi les promesses qu'elles avaient faites au Président.

Mais, si l'industrie des moyens de production pouvait être stimulée par des mesures artificielles, cette pression ne pouvait guère s'exercer sur l'industrie des produits de consommation, qui dépendait directement du consommateur et devait régler sa production d'après l'évolution du pouvoir d'achat, à moins de courir le danger d'accumuler des stocks excessifs (1). Or, le développement de ces industries a été sensiblement moins favorable; ainsi la production de l'in-

---

(1) Il est vrai que l'accroissement de l'activité de l'industrie des moyens de production stimule indirectement l'industrie de produits de consommation en augmentant le pouvoir d'achat d'une partie de ses clients. Toutefois, l'influence de ce facteur demeure assez minime et, surtout au début d'une période de dépression, ne compense généralement qu'en partie la diminution du pouvoir d'achat global. Par contre, l'achèvement de l'outillage commandé, s'il a lieu avant la fin de la dépression, c'est-à-dire à un moment où la capacité de production est encore excessive par rapport aux besoins, tend à aggraver l'état de surproduction déjà existant.

dustrie automobile a été, au cours du premier trimestre de 1.023.960 voitures au lieu de 1.452.910 au cours de la période correspondante de 1929. Fait plus significatif encore pour l'ensemble de l'activité économique, les recettes des chemins de fer et le nombre des wagons chargés se présentaient en diminution importante ; la baisse des recettes nettes a été d'ailleurs encore plus sensible, ce qui est dû à l'exécution accélérée du programme de construction des compagnies.

Cette situation défavorable finit par se répercuter sur les industries des moyens de production ; l'exécution du programme de construction se ralentit et l'activité de l'industrie métallurgique fléchit de plus de 85 % de la capacité de production en février à environ 50 % dans la première quinzaine d'août. La dépression se généralise, accentuée encore par la baisse de plusieurs matières premières, notamment du cuivre, et l'action du Président Hoover ne paraît plus, à l'heure actuelle, influencer sensiblement l'évolution de la crise.

La politique des Banques Fédérales n'a pas eu de résultats meilleurs. L'abaissement sensible des taux monétaires n'a pas stimulé la demande de crédit pour les besoins du commerce et de l'industrie ; au contraire, le total des prêts commerciaux accordés par les banques affiliées a fléchi de 9.792 millions en novembre 1929, à 8.476 millions au début de juin 1930 ; en même temps, le montant des effets escomptés par les Banques Fédérales a diminué de 953 millions à 239 millions.

Dans ces conditions, la politique d'achats de titres sur le marché, poursuivie malgré la restriction des besoins normaux de crédit, a provoqué une surabondance de disponibilités et, comme en 1927, les fonds en quête d'emploi ont

---

Ainsi, fort souvent, une politique d'économie dirigée tendant à réduire la durée de la crise en stimulant l'activité de l'industrie des moyens de production, n'aboutit, en fin de compte, qu'à retarder et non à atténuer le développement de la dépression, ce qui est généralement tout l'opposé du but poursuivi.

de nouveau afflué au marché des crédits de bourse. Le but de la politique monétaire des Banques Fédérales s'est donc trouvé faussé; au lieu de stimuler l'activité économique en général, on n'a réussi qu'à provoquer un nouvel essor de la spéculation boursière.

En effet, l'abondance et le bon marché exceptionnels de crédit (le taux du call money se tenait en moyenne à 3 % au printemps 1930), ainsi que l'optimisme rétabli à la suite du programme du Président Hoover et de l'influence qu'il exerça temporairement sur l'activité de quelques industries, ont facilité la reprise en printemps 1930 d'un nouveau mouvement de hausse, qui, tout en étant moins violent que le précédent, n'en était pas moins absolument injustifié.

Les cours des valeurs, qui, après une reprise notable le lendemain du krach, sont demeurés pendant quelques mois sans changement appréciable, ont recommencé à remonter vivement à partir de février 1930 et ont progressé d'une façon continue jusqu'en avril; l'indice Dow-Jones, qui était descendu à 198 en novembre 1929, s'est relevé de 230 au début de 1930, à 294 vers le 15 avril; la plupart des cours avaient donc atteint le niveau du début de 1929, lorsqu'ils paraissaient déjà beaucoup trop élevés.

Cette fois-ci, d'ailleurs, une telle hausse était encore moins justifiée, la situation économique étant beaucoup moins satisfaisante qu'au cours de 1929. Aussi a-t-il suffi de quelques facteurs défavorables, de nature à ébranler la confiance des porteurs, tels que l'abaissement du prix du cuivre et la publication de résultats défavorables pour le premier trimestre de 1930 par la plupart de sociétés industrielles, pour provoquer un recul accentué des cours. Cette baisse, qui, à certains moments, notamment au début de mai et au milieu de juin, a pris le caractère d'une débâcle analogue aux jours noirs d'octobre 1929, a finalement ramené les cours au voisinage du minimum touché en novembre.

L'origine du nouveau mouvement spéculatif, qui a provoqué des troubles économiques sérieux et dont l'échec a notamment accentué la crise économique et provoqué une

nouvelle crise de confiance, doit être recherchée dans la politique des Banques Fédérales, ainsi qu'il semble bien résulter des statistiques des avances aux brokers.

## EVOLUTION DES PRETS AUX BROKERS EN 1930

*en millions de dollars*

Statistique de la Banque Fédérale de New-York

|                       | Statistique du<br>Stock-Exchange | Total | Prêts des<br>Bq. New-York | Prêts des<br>Bq. Provinces | Prêts des<br>Divers |
|-----------------------|----------------------------------|-------|---------------------------|----------------------------|---------------------|
| 1 <sup>er</sup> Janv. | 3.989                            | 3.424 | 1.167                     | 709                        | 1.548               |
| 1 <sup>er</sup> Févr. | 3.985                            | 3.345 | 823                       | 875                        | 1.648               |
| 1 <sup>er</sup> Mars  | 4.168                            | 3.489 | 953                       | 980                        | 1.556               |
| 1 <sup>er</sup> Avril | 4.656                            | 3.968 | 1.547                     | 1.104                      | 1.316               |
| 1 <sup>er</sup> Mai   | 5.063                            | 4.274 | 1.695                     | 1.183                      | 1.397               |
| 1 <sup>er</sup> Juin  | 4.748                            | 4.101 | 1.911                     | 995                        | 1.195               |

On voit que, dans les trois mois, du 1<sup>er</sup> février au 1<sup>er</sup> mai 1930, le montant total des prêts effectués par l'intermédiaire des Banques de New-York a augmenté de 939 millions, soit de près de 30 %. Cette augmentation porte exclusivement sur les prêts bancaires et notamment sur les avances consenties par les Banques de New-York, qui ont plus que doublé, en passant de 823 à 1.695 millions. Les prêts des banques de province se sont également accrus de 875 à 1.183 millions ; par contre, les prêts des Divers ont diminué de 251 millions et ne s'élevaient plus qu'à 1.387 millions contre 1.648 au 1<sup>er</sup> février.

Cette évolution des prêts aux brokers semble d'ailleurs assez naturelle. En effet, tandis que les taux peu élevés des crédits de bourse ont réduit l'attrait de ce placement pour les prêteurs particuliers, les banques, par contre, qui

avaient des disponibilités en excès, augmentées encore par les achats de titres des Banques Fédérales, sans possibilité de placement adéquate, étaient, pour ainsi dire, obligées de placer leurs fonds sur le marché des prêts de bourse, le seul facilement extensible (1).

La politique nouvelle de stabilisation de la vie économique, appliquée au cours de ces dernières années par l'industrie, par les banques et même par le gouvernement des Etats-Unis, ne semble donc avoir, jusqu'à présent, abouti à des résultats positifs. Elle n'a pu, en tout cas, ni stabiliser la conjoncture au moment de la prospérité, ni ranimer l'activité économique lorsque la dépression s'est finalement produite.

En particulier, la politique de la monnaie dirigée des Banques Fédérales, qui était souvent considérée comme la pièce maîtresse de ce nouveau régime de stabilisation économique, a abouti en 1930, comme en 1927 et en 1929, à des résultats très différents de ceux qu'on se proposait d'atteindre, et cela aussi bien quand on s'efforçait de faciliter le crédit que lorsqu'on voulait en restreindre l'usage.

Il semble donc, comme le dit M. Aftalion (2), qu'après les expériences antérieures, les expériences présentes viennent montrer toute la difficulté de « diriger la monnaie ». A cause de la complexité économique, de la diversité des marchés, la politique la mieux intentionnée risque toujours d'aboutir à des résultats imprévus et indésirables.

---

(1) L'augmentation des prêts des banques de New-York a continué au cours du mois de mai, malgré le fléchissement de l'activité spéculative et la diminution de l'ensemble des prêts; à la fin du mois, le total des prêts accusait une diminution de 173 millions, tandis que les avances des banques affiliées se présentaient en augmentation de 216 millions et s'étaient donc substituées pour cette somme aux fonds repris par les autres prêteurs.

(2) *Capital*, édition économique du 4 juin 1930.



## CONCLUSION

La crise boursière d'octobre-novembre 1929 semble devoir marquer dans l'histoire économique des Etats-Unis une date importante.

En effet, on peut considérer cette crise comme le point final de la période traversée par les Etats-Unis depuis 1920; période de prospérité incomparable, résultant d'un développement inouï de la production et de la consommation, se stimulant réciproquement par une sorte de « *perpetuum mobile* » économique, et évoluant dans le cadre d'une économie nationale rigoureusement fermée par des barrières douanières infranchissables.

Cette période, que d'aucuns considéraient déjà comme le début d'une ère nouvelle, caractérisée par une prospérité continue et toujours croissante et par un développement harmonieux et quasi-illimité de l'économie nationale, n'a pu durer et a pris fin assez brusquement. En effet, les facteurs qui ont provoqué le développement de cette phase de prospérité n'en garantissaient pas la durée. La prospérité américaine de 1922 à 1929 était due surtout, en dehors de l'influence cyclique, qui n'est pas négligeable, à l'action de quelques facteurs particuliers, tels que la rationalisation, l'augmentation du rendement du travail et la libération d'un pouvoir d'achat considérable par la prohibition. L'influence de

ces facteurs a notamment permis l'accroissement simultané de la production et de la consommation. Mais l'action de ces facteurs, même si elle n'était pas purement temporaire, s'épuisait progressivement. La politique américaine de production qui n'en tenait pas compte, et qui considérait comme permanentes des possibilités temporaires, et en partie même accidentelles, devait donc aboutir à une crise de surproduction extrêmement grave.

Cette évolution a été d'abord retardée, puis précipitée par l'influence des fluctuations cycliques. En effet, la politique de la monnaie dirigée, qui devait permettre de stabiliser l'évolution économique ou de lui imprimer la direction voulue, a été impuissante à diriger l'évolution des cours de bourse et n'a pu empêcher ni la hausse excessive, qui a détruit l'équilibre, déjà instable des facteurs économiques, ni l'effondrement final des cours, qui a provoqué la fin de la phase de prospérité.

Le caractère précaire de cette prospérité semble, d'ailleurs, être attesté par le fait que le mouvement de hausse et l'effondrement des cours qui l'a suivi ont été des conséquences d'une application rigoureusement logique de la théorie de la prospérité perpétuelle et continuellement croissante. On peut ainsi considérer le krach de Wall-Street comme une démonstration « ad absurdum » de l'inexactitude de cette théorie.

A l'heure actuelle, l'économie américaine traverse une dépression accentuée, qui, en éliminant les excès de la période de prospérité précédente, et en provoquant peut-être des excès en sens contraire, va préparer le terrain à une reprise nouvelle.

Mais on doit se demander si cette nouvelle phase de prospérité cyclique, qui succédera dans un délai plus ou moins rapproché à la dépression actuelle, pourra être également stimulée par l'influence des facteurs qui ont déterminé l'essor de l'économie américaine au cours de la période de prospérité précédente.

Il y a lieu de faire à ce sujet des réserves importantes. Nous avons vu qu'au fur et à mesure du développement économique, les progrès nouveaux devenaient de plus en plus coûteux et laborieux; ensuite, pour de nombreuses industries, parmi les plus importantes, le pouvoir d'absorption du marché national semblait avoir atteint le point de saturation.

La continuation, à un rythme aussi rapide qu'auparavant, du développement économique des Etats-Unis ne semblait donc possible qu'à condition d'élargir le cadre dans lequel s'exerçait l'activité économique du pays. Il s'agissait pour l'Amérique de passer de son régime actuel d'économie nationale fermée à un régime d'échanges internationaux plus actifs.

Ce changement, s'il se produisait, serait un bouleversement profond de la politique bientôt séculaire d'isolement économique à laquelle les Etats-Unis doivent, en partie au moins, leur essor prodigieux et l'indépendance économique qui leur donne une situation unique et privilégiée dans le monde entier.

La nécessité de rechercher de plus larges débouchés à l'étranger semble mettre fin à cette situation exceptionnelle, et, comme le remarque notamment M. Siegfried, la structure économique des Etats-Unis semble devoir évoluer d'une façon de plus en plus analogues à celle des autres grands pays industriels.

Toutefois, à l'heure actuelle, la nécessité d'une telle évolution commence seulement à être reconnue, et nombreux sont encore les Américains qui espèrent obtenir le retour de la prospérité ancienne à l'abri de droits de douane surélevés. Le vote récent du nouveau tarif douanier a été notamment inspiré par ces idées.

Toutefois, il semble que l'évolution future se produira bien dans le sens que nous avons indiqué et la crise boursière américaine aura, peut-être, été le tournant décisif de

ce passage des Etats-Unis d'une politique d'économie nationale fermée à une politique de commerce international et de collaboration dans le cadre de l'économie mondiale.

VU : *Le Doyen de la Faculté,*    VU : *Le Président de la thèse,*

BARTHELEMY.

Albert AFTALION.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

*Le Recteur de l'Académie de Paris,*

CHARLETY.

## BIBLIOGRAPHIE

- A. AFTALION. — *Monnaie et industrie*, Paris 1929.
- A. AFTALION. — *Monnaie, prix et changes*, Paris 1927.
- A. AFTALION. — *Les crises périodiques de surproduction*, Paris 1913.
- W. R. BURGESS. — *The Reserve Banks and the money market*, New-York 1927.
- J. E. MEEKER. — *The work of the Stock-Exchange*, New-York 1922.
- REPORT OF THE COMMITTEE ON RECENT ECONOMIC CHANGES. — *Recent Economic Changes in the United States*, New-York 1929.
- H. L. REED. — *The development of the Federal Reserve Policy*, New-York 1922.
- E. R. SELIGMAN. — *The Economics of Instalment Selling*, New-York 1927.
- A. SIEGFRIED. — *Les Etats-Unis d'aujourd'hui*, Paris 1927.
- J. K. SIMONDS & J. G. THOMPSON. — *The american way to prosperity*, New-York 1928.
- P. M. WARBURG. — *The Federal Reserve System ; its origin and growth*, New-York 1930.

## REVUES ET JOURNAUX

- LE CAPITAL. — Enseignements et conséquences du krach de Wall-Street. — Edition économique du 26 février, 6, 12, 21 mars, 11 avril et 15 mai 1930.

Aftalion : La politique économique et la bourse aux Etats-Unis. — Edition économique du 23 mai et du 4 juin 1930.

COMMERCIAL AND FINANCIAL CHRONICLE. — A. G. Dana : Is not group speculation a conspiracy making for sham prosperity ? — NN° du 15 et 22 décembre 1928, 12 et 26 janvier, 4 mars, 27 avril, 1 juin et 3 août 1929.

FINANCIAL TIMES. — Gustave Cassel : The world depression. N° du 14 avril 1930.

L'INFORMATION. — Aftalion : La politique bancaire et la stabilité des prix aux Etats-Unis. NN° du 12, 14, 27 et 31 janvier 1928.

Aftalion : Une crise mondiale est-elle imminente ? NN° du 18, 19, et 24 avril 1929.

Aftalion : L'or et les prix aux Etats-Unis. N° du 4 avril 1930.

Aftalion : La monnaie dirigée et la crise américaine. N° du 30 juillet 1930.

REVUE DE PARIS. — Aftalion : La crise mondiale. N° du 15 juillet 1930.

REVUE POLITIQUE ET PARLEMENTAIRE. — Siegfried : Les Etats-Unis en 1930. N° du 10 juin 1930.

THE STATIST. — Economics of hire purchase. NN° du 28 janvier, 4, 18 et 25 février, 17 et 24 mars, 9 et 23 juin 1928.

THE WALL STREET JOURNAL. — Indice Dow-Jones publié régulièrement dans ce journal.

WIRTSCHAFTSKURVE DER FRANKFURTER ZEITUNG. — L. Bauer : Amerikanische Investment Trusts. N° 1 de 1929.

## TABLE DES MATIERES

|                                                                                                                             |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| INTRODUCTION .....                                                                                                          | 9   |
| CHAPITRE I. La prospérité américaine .....                                                                                  | 11  |
| CHAPITRE II. La politique des Federal Reserve Banks<br>et ses effets .....                                                  | 42  |
| CHAPITRE III. Le développement de la spéculation et<br>la hausse boursière de 1927-29 .....                                 | 55  |
| CHAPITRE IV. La lutte des Federal Reserve Banks<br>avec la spéculation et l'augmentation des avan-<br>ces aux brokers ..... | 71  |
| CHAPITRE V. Les émissions des valeurs mobilières et<br>le rôle des Investment Trusts .....                                  | 86  |
| CHAPITRE VI. La situation en automne 1929 et la crise<br>boursière .....                                                    | 93  |
| CHAPITRE VII. Effets de la crise boursière .....                                                                            | 104 |
| CONCLUSIONS .....                                                                                                           | 123 |
| BIBLIOGRAPHIE .....                                                                                                         | 127 |









